全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十年十倍

价值投资精髓

周凌华◎著

在股票价值投资实践中最应该做到的是什么？我会毫不犹豫地回答道:慢慢做，少交易；自主做，避干扰；不负债，免压力。

保持平常心，客观对待股市运动，深思熟虑，谋定而动，折价买入，长期持有；独立思考、独立分析、独立判断，确定熟悉范围，隔离市场噪音，远离羊群效应……

10 YEARS

SHINIANSHIBEI JIAZHITOUZIJINGSUI



地震出版社
Seismological Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期



十年十倍价值投资精髓

周凌华 著



地震出版社
Seismological Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

十年十倍价值投资精髓/周凌华著．—北京：地震出版社，2014.4
ISBN 978-7-5028-4258-1

Ⅰ.①十… Ⅱ.①周… Ⅲ.①股票交易—基本知识
Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 083334 号

地震版 XM2960

十年十倍价值投资精髓

周凌华 著

责任编辑：刘素剑
责任校对：孔景宽

出版发行：地 震 出 版 社
北京民族学院南路 9 号　　邮编：100081
发行部：68423031 68467993　　传真：88421706
门市部：68467991　　传真：68467991
总编室：68462709 68423029　　传真：68455221
证券图书事业部：68426052 68470332
http：//www.dzpress.com.cn
E-mail：zqbj68426052@163.com
经销：全国各地新华书店
印刷：廊坊市华北石油华星印务有限公司

版（印）次：2014 年 4 月第一版　2014 年 4 月第一次印刷
开本：787×1092 1/16
字数：264 千字
印张：12.75
书号：ISBN 978-7-5028-4258-1/F（4947）
定价：36.00 元
版权所有 翻印必究
（图书出现印装问题，本社负责调换）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

快乐投资　创富人生

元月十九日，那天是腊八节。在飞驰的列车上，我从窗口看到了一幕一幕严冬的景色：水面冰封的池塘，野草枯黄的山坡，枝条枯萎的林地，远山斑驳的残雪……唉，龙年的冬天太漫长了。不过还好，此时有阳光照射在冰銎隆意的大地上，冬天的阳光虽然不能很快将冰雪融化，但它捎带着温暖的气息，无声地呼唤着枯黄的野草、光秃的林木、蛰伏的昆虫……呼唤着一切冬眠的生机，准备新一轮生命的怒放。

一时触景生情，价值投资不就是冬天的阳光吗？在股市曲折的投资历程中，在A股漫漫熊市的隆冬中，它照亮了艰险的旅途，温暖了战栗的心房，点燃了创富的智慧。

什么样的股票投资理念使你安然入睡？

什么样的股票投资策略使你高效盈利？

什么样的股票投资操作使你轻松自在？

……

如何克服熊市恐惧性割肉卖出？

如何克制牛市癫狂性买入风险？

如何拒绝交易随意性频繁买卖？

……

本书都能提示你、引导你和帮助你。

进入股市之初，本人曾运用过五花八门的技术投机，折腾多年，盈少亏多，在大喜大悲中，搞乱了心智，搞弱了身体，付出了时间和金钱巨大的机会成本。在痛苦迷茫中，机缘巧合接触到价值投资的理念。从此以后，凡是见到相关价值投资的书籍都会悉数购买、急迫拜读，就像一头饥饿的水牛钻进了绿油油的菜园。本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪、沃伦·巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特、吉姆·罗杰斯、彼得·林奇、塞斯·卡拉曼、斯尔必·库洛姆·戴维斯和杰里米·西格尔等价值投资大师的名著恨不得览无余册、了然于心。大师们的投资虽然在思路上、标的上、地域上等各有千秋，但他们却都能在价值投资领域独领风骚，获得巨额财富，成为一代宗师。殊途同归，正本同源，他们在投资理念上有着惊人的相似，符合商业逻辑、追求安全空间、坚持长期投资等。投资是他们的生活，他们的生活是投资；投资是他们最大的梦想，他们的一生确实一直在追逐这个最大的梦想。从中我发现，这些大师们的追梦历程，除了一般人难以企及的勤奋外，他们并不是我们想象的那样艰难、痛苦和跌宕起伏的传奇人生。除格雷厄姆过度运用财务杠杆陷入一次几乎不能自拔的困境外，他们从未对股市的走势担心过，他们工作生活的幸福指数都相当高；罗杰斯与夫人，驾驶摩托环游世界，一边创造吉尼斯纪录，一边投资相关国家的股票；巴菲特先生更潇洒，形容自己快乐的投资生活是每天哼着小调，跳着踢踏舞去上班。这就是价值投资的最高境界，这也应该是人生幸福的最高境界。我把这种境界叫作：快乐投资，创富人生。

运用价值投资策略进行股票投资活动，你会感觉到前所未有的轻松，操作不再有压力，等待不再无耐心，持股不再犯嘀咕，面对涨涨跌跌的股价不再忐忑不安、提心吊胆，对于沸沸扬扬的噪音不再耳膜敏感、烦扰于心，也没有什么短假、长假焦虑症等等。总之，你的地盘你做主。你的心智会变得强大，基于你对市场、标的的认识和使用策略的自信，你会像宗教一样，在股市最困难或最狂热的时候你会祥和地守护你的信仰，笃信这种守护一定会得到应有的福报。于是你的心态就会端正下来，情绪就会平静下来，策略就会稳定下来，收益就会很快好起来。

可以说我改变了投资策略，投资策略也改变了我，在两者互动之中，两者都得到提高。投资业绩得到明显提升，原始资本不断增值。十多年里取得十来倍的投资收益，平静、平和、平常心始终与股票投资活动相伴。由此，深深体会到价值投资是一种赚钱并快乐着的人间美事。它能实现有缘人的梦想：做自己高兴的事、做自己擅长并能获取财富的事，这才是人生最幸福的事。

从事股票投资前未雨绸缪的准备，到股票投资理念的树立；从对安全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空间的追求，到投资能力范围的确定；从对市场的基本认识，到对企业的价值解析；从投资心智的磨炼，到投资方法的运用等，这是一个完整而系统、理性而安全、稳妥而稳赢的投资策略体系。这个策略体系，无不闪耀着世界级价值投资大师们的光芒。我只是沾到了一点点儿大师们的智慧之光，照葫芦画瓢，模仿在中国A股市场实践，收益颇大，体会良多，它包括精神的和物质的两个方面。本书实为学习、实践价值投资相关理论的心得体会，它通过作者自己的思维、语言和习惯，简单地、通俗地表达出来，告之所有的新老股民，价值投资在中国A股市场上与美国股市、欧洲股市一样具有强大的生命力，一样能够稳健而高效地创造财富，一样是只要智商正常人人都能运用的股票投资策略。

价值投资不是一场智商高低的比赛，也不是一场金钱多寡的比赛，而是一场理念好坏的比试，一场性格优劣的比试。如果你理念正确、性格沉稳，那么，像巴菲特先生一样，唱着歌儿、迈着舞步去股市，去赚取大把大把的财富的日子也会指日可待。

周凌华

二〇一四年元月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

序 快乐投资 创富人生 …… (1)

第一章 概念篇 …… (1)

第一节 价值投资的含义 …… (3)
第二节 股票价值投资系统的主要内容 …… (6)
第三节 股票投资三大分析阵营 …… (9)
第四节 安全空间的含义 …… (12)
第五节 理解市场先生 …… (14)
第六节 企业"护城河"经济特性的含义 …… (17)
第七节 投资前要做好功课 …… (21)

第二章 理念篇 …… (25)

第一节 价值投资者成功的历程 …… (27)
第二节 与股市保持安全距离 …… (33)
第三节 定力和耐心助力熊市不败 …… (36)
第四节 股票投资失败的七大原因 …… (39)
第五节 一夜暴富投机心态的危害 …… (42)
第六节 正确对待偶得的暴利 …… (44)
第七节 选择企业的五个主要原则 …… (48)
第八节 把优秀企业当成老朋友 …… (53)
第九节 价值投资的六个难点 …… (55)
第十节 巴式价值投资四大疑惑 …… (60)
第十一节 两种投资方法"止损"的区别 …… (64)
第十二节 好股票好价格才是好投资 …… (67)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三节　回避新股危险陷阱 …………………………………… (69)
第十四节　短线高抛低吸无胜算 ………………………………… (72)
第十五节　不要做恐惧的旅鼠一族 ……………………………… (74)

第三章　操作篇 ……………………………………………………… (79)

第一节　确定自己投资的能力圈 ………………………………… (81)
第二节　“牛股”“妖股”辨析……………………………………… (86)
第三节　自由现金流估值法简介 ………………………………… (90)
第四节　优秀企业的股票应该长期持有 ………………………… (93)
第五节　构建适合的投资组合 …………………………………… (95)
第六节　持有现金也是一种投资策略 …………………………… (97)
第七节　投资业绩衡量的非市场化 ……………………………… (99)
第八节　基本面分析容易出现的常见问题……………………… (102)
第九节　主要财务指标简析……………………………………… (106)
第十节　强周期性企业投资分析………………………………… (110)
第十一节　企业业绩“变脸”的客观分析……………………… (116)
第十二节　耐心等待大机会……………………………………… (119)
第十三节　牛市安全空间不安全………………………………… (121)
第十四节　市场先生极端情绪化部分相关指标………………… (123)
第十五节　再好的股票在股价高的离谱儿时也要卖掉………… (128)
第十六节　买入股票的一些参考条件…………………………… (133)
第十七节　卖出股票的一些参考条件…………………………… (135)
第十八节　AB 股市场的无风险套利机会 ……………………… (136)

第四章　名企篇……………………………………………………… (139)

第一节　云南白药 18 年股价增长 87.6 倍……………………… (141)
第二节　东阿阿胶 15 年股价增长 51 倍………………………… (145)
第三节　贵州茅台 10 年股价增长 35.58 倍 …………………… (149)
第四节　泸州老窖 17 年股价增长 135 倍 ……………………… (153)
第五节　苏宁电器 8 年股价增长 42 倍 ………………………… (157)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 教训篇……………………………………………………………………（163）

第一节 巨债低效投资损害稳定经营
——对楚天高速的分析及投资实践的反思……………………（165）

第二节 牛市后期双保险风险依然大
——对桂东电力的分析及投资实践的反思……………………（172）

第三节 业绩记录很平庸投资回报低
——对中信国安的分析及投资实践的反思……………………（175）

第四节 多变易变行业不要沾
——对中国联通的分析及投资实践的反思……………………（181）

第五节 影子证券股强周期风险会更大
——对中山公用的分析及投资实践的反思……………………（186）

后 记………………………………………………………………………………（191）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　概念篇

由于价值投资很简单，所以，没有人愿意教授它。

——沃伦·巴菲特

股票投资大师中绝大部分属于价值投资者，特别是顶级的国际股票投资大师几乎都来自于一个智慧小村庄——格雷厄姆-多德村，这充分证明价值投资是股票投资活动中效率最高的策略。股票价值、安全空间和市场先生是价值投资的三大核心概念，是价值投资的三大基石，是贯穿全书的灵魂。股票价值就是企业价值，有了价值才能与股价进行比较，才能找到价格低于价值的充分安全空间。有没有安全空间意味着能否赚钱，安全空间大小意味着赚钱多少，因此，安全空间是价值投资成败的必要条件。市场先生是股市被赋予人格化的称谓，它实际上是我们对于股市的一种哲学态度，即股市世界观。这三个核心概念是价值投资不可分割的整体，三者紧密联系、相辅相成。

客观面对股市，理性认识股市，不为股市价格波动、情绪好坏和噪音大小所左右，充分利用股市运动规律为投资服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 价值投资的含义

价值投资是指以企业基本面分析为依据，以股价安全空间为支撑，以资本本金安全为前提，以获得满意盈利为目的的股票投资策略（或叫方法等）。本书中所涉及价值投资方面的内容都是围绕这个解释内涵展开的。

要弄清股票价值投资原理，必须首先弄清股票价值（也叫企业价值）。股票价值是一个看似简单的概念，但真要弄清楚可不是一件容易的事。股票价值或公司价值历来被各投资大家和经济数学家等关注，并不断地进行多种模式的深入探索和研究。估值方法初算一下也有十多种，如：市盈率、市净率、市销率、市现率（市值与自由现金估值之比）、市流率（市值与流动资产之比）、市重率（市值与重置价值之比）、市隐率（市值与隐含价值之比）、投资回报率、平均市盈率、平均市净率等估值法。但是令人遗憾的是，没有一种方法能得出确切答案，始终也没有整出一个包打天下、放之四海而皆准的方式方法或数学模型。为什么会出现这样的学术和投资困境呢？这是因为影响公司价值的因素，特别是不确定因素太多，而每一个不确定的因素足以影响公司估值的不准确性。所以经过投资界多年的探索，每一种方法有选择性地使用也只能得出大概的或粗略的估值结果。但是，整个估值过程对于股票投资来说具有方法论的意义。沿着这种思路进行思考、研究和实地考察公司，开展公司价值评估，得出股票投资的抉择性结论。如：自由现金流折现估值法虽然得出的结果是大概的、粗略的和仅供参考性的，但这一路径是我们股票投资的正确之路。现代货币理论家和投资家凯恩斯说过一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句著名投资名言：貌似精确的错误，不如模糊的正确。

在这里只介绍三种估值方法：一是公司账面价值估值法（即市净率估值法），二是隐含价值估值法（即市隐率估值法），三是自由现金流折现估值法（即市现率）。因为市净率估值法是格雷厄姆比较钟爱的，市隐率估值法是彼得·林奇比较喜欢的，市现率估值法是巴菲特所惯用的。

公司的账面价值好理解，就是公司财务报表中的净资产总额，还有一种叫法为所有者权益或股东权益。如果把它分摊到公司总股份中，反映出来的就是每股净资产，每股市价与每股净资产之比称为市净率（PB）。如果以净资产作为价值投资参考，则你必须面临一个企业中不同的资产净值的最终清算价值的问题，比如：厂房、土地、原材料、半成品、成品和设备等等。在设备占比大，特别是专用设备占比大的企业，清算价值会大大低于账面净资产价值，有的会发生很大的折扣，甚至可能为负数。例如钢铁企业的炼钢炉，玻璃企业的窑炉等，正常生产时其净值合理，一旦停产，其报废拆除的费用可能要大大高于其净值，所以仅以净资产为参考投资股票有较大不确定性和局限性。

企业隐含价值是将企业资产、业务等构成分门别类按市场公允价值进行评估计算价值，然后汇总。比如：企业有一座矿山账面估值低，土地或房屋账面仍是以 30 年前的购置价格记账，一笔增值多倍的可交易金融资产仍以原始价值记账等。在做这样的股票投资时，首先要正确评估隐含资产的现有价值（以市场同类资产公允价值为标杆）；其次，隐含资产的现有价值在整个企业资产中的比重，如果比重不大就没有什么意义；最后，我们是否有耐心等待这个价值释放或有能力驱使这一价值释放。如果不能成为大股东，我们真要做这样的投资，不仅要考验我们是否有无限耐心，还要看我们的运气。这样的企业只有像巴菲特式的人物，一旦介入其隐含价值就会立竿见影地彰显出来。

自由现金流量是指企业经营产生的，在保障再投资需要之后剩余的现金流量。企业价值就是指企业在剩余续存期内所能产生的所有自由现金流量通过折现方法计算出来的总和。这种价值计算法要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求企业长期经营良好，自由现金流长期相对稳定。这个长期到底多长为合理呢？我认为5年、8年或者10年均可，时间太短代表性则较差；时间太长可能我们无法在股票市场上找到如此优异和价格合理的股票。因为，运用自由现金流量估值计算存在着时间、复合增长率和折现率几个变量，所以只要一个变量设置和运用失当，其结果就会出现巨大误差。可谓是：差之毫厘，谬以千里。这种算法一是各个变量要尽可能地保守一点；二是选择企业的标准尽可能地苛刻一点。在使用估值结果正式投资的时候，要尽量在其估值的一半以下，即尽可能地做到用0.5元、0.4元甚至0.3元的钱买入1元钱的东西，给投资留下较大的安全空间，以弥补各种不确定因素或自己失误可能发生的风险损失。

虽然各种估值方法存在这样那样的不足，但这并不等于说对企业估值无能为力了。只要我们根据行业企业特点有选择性、相互印证使用估值方法，再结合估值者的经验技能等，还是可以得到相对靠谱儿的大概估值结果的。这一估值过程和结果便是价值投资的开始和前提。

投资大师格雷厄姆、巴菲特、彼得·林奇、约翰·内夫、戴维斯等长期股票投资取得的一流业绩，已充分证实了价值投资的稳定性和有效性。我们为什么不站在巨人的肩膀上学习已被实践证明正确的理论和技能呢？当然，学习大师们的投资并不是一味模仿，照抄照搬，而是要学习他们的思维方式、行为模式和个人修养，找到一条适合自己的价值投资之道。这样才能少走弯路，减少风险，增强生存能力，增加投资盈利的概率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节
股票价值投资系统的主要内容

任何一种理论，任何一种专业，任何一项工作等都有其知识结构、办法措施、操作程序等系统化内容。股票投资无论是技术派（图表派）、价值投资派（基本面派），还是数量分析派（现代资本市场理论）都有其相应的理论体系和操作策略，甚至涉及哲学理念等。价值投资作为股票投资业内的大道之学，当然有其相同或相似的理念理论、操作策略、投资组合、选股办法、定性定量分析等。虽然，价值投资的信徒们在投资实务之中根据自身实际，在选股方面、操作方面、策略方面等各不相同，可是最终在投资理念、企业估价、安全空间和分析方法等方面都是来自于对格雷厄姆、多德和费雪价值投资传统理论和技能的传承和光大，集大成者首推大名鼎鼎的沃伦·巴菲特了。格雷厄姆、多德合著的《证券分析》和费雪独著的《怎样选择成长股》两部价值投资原教旨经典中对价值投资做了系统而全面的论述。从此之后，有关价值投资的书籍便多了起来，包括格雷厄姆门徒们的传记，其中以巴菲特的传记为最多。最被看好的是《巴菲特致股东的信：股份公司教程》，它是劳伦斯·A·坎宁安把巴菲特所有致股东的信按公司治理、公司财务与投资、普通股的代替品、普通股、兼并与收购、会计与估值、会计政策与纳税问题七个方面进行综合、分类、整理和润色而成，具有巴氏原汁原味的价值投资思想、理论和实务。不像有些传记中充满吹捧、泛美之词，这本书受到巴菲特的高度肯定，他认为是到目前为止对其投资理念和实务阐述最为客观、最为满意的一本书。尽管如此，学习起来还是不很容易的，特别是中国整体股票投资方面还处于初级阶段。准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备股票投资的朋友们，应该对价值投资系统有一个简单的了解。这里就本人了解、理解、掌握和体会的一点点，按中国人的思维方式归纳了一下，可谓是“一个中心、两个理念、三个方法、四个标准、五个原则”，自认为可以概括为价值投资系统的纲要。

一个中心：安全空间（也叫安全边际）。安全空间就是股票价格与内在价值之间的差异。价格高于价值就没有安全空间，价格低于价值就存在安全空间。安全空间达不到50％就不考虑买入，即半价买入法。它是价值投资的灵魂，它是股票投资成败的关键。

两个理念：合伙经营公司的理念和市场先生的理念。合伙经营公司的理念主要是为了使股票投资者选择值得信赖的公司，并以买下公司整体的思想进行整体估值，以充分的安全空间买入部分股权（股票），同时以合伙经营的身份耐心持有股票。这样才能解决投资策略的多变性和操作的盲目性。市场先生的理念（即把股票市场人格化）主要是为了解决正确面对股票市场波动起伏的问题，这是股票市场上人性很难克服的问题。把市场当作你的仆人，当他狂热时要退出市场，当他极度郁闷时你应该把他贱卖的股票揽进来。在他神智正常时期你什么都不用做，静等他周期性地发癫发狂。千万不要由他做你的主人，牵着你的鼻子一步一步走向深渊。

三个方法：研读年报、实地调研、市场调查。这三种方法是我们投资的基础，是我们需要花功夫、花气力、花时间要做的基本功课。这三种方法实际上是要我们当一名企业分析师，而不是证券分析师，更不是市场分析师。这也是我们绝大多数非专业投资者最不愿意干的事，因为这是一项艰苦而枯燥的劳动。巴菲特一年要阅读上千份年报，彼得·林奇一年要实地调研两三百家企业，其勤奋精神是我们每一个投资人学习的楷模。

四个标准：优秀管理、主营突出、产品优异、毛利较高。这四个标准是以费雪的价值投资选股标准为基础，巴菲特将其发扬光大，成为股票市场挑选明星企业的标准。遵守这四个标准的逻辑是：宁可以合理的价格买入优秀企业的股票，也不用低廉的价格买入劣质企业的股票，更不能以合理的价格买入平庸企业的股票。你投资股票的命运完全寄托于你购买公司股权（股票）为代表的公司的发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，你的投资将与其共呼吸同命运。这是一种安全空间与明星企业相结合的股票投资策略，根据费雪、巴菲特的投资记录证明这也是价值投资策略中效率最高的一种策略。

五个原则：优秀公司、现金充裕、能力范围、集中投资、长期持有。这五个价值投资的原则是巴氏投资系统不可分割的统一体，可以说是巴氏价值投资的五块基石。这五个原则中，每一个原则都蕴含着丰富的思想理念和实践内涵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节
股票投资三大分析阵营

经过200多年的发展，特别是在近百年的历史进程中，股票分析日益多元化、系统化、专业化和复杂化。同时，也逐渐形成了三大阵营，一为基本面分析法，一为技术分析法（也叫图表分析法），一为现代资本市场理论（也叫定量分析法或数量分析法）。三者各有千秋，大家辈出。基本面分析旨在探索解决企业股票估值方面的问题，技术分析旨在根据股票交易情况判断股价未来变化，现代资本市场理论旨在将投资收益与风险关系平衡到最佳状态。基本面分析派的大家以格雷厄姆、费雪、巴菲特、彼得·林奇等为代表，技术分析派的大家以利弗莫尔、江恩、艾略特、索罗斯等为代表，现代资本市场理论的大家以马科维茨、夏普和米勒三位美国经济学家为代表（他们仨人同时荣获了1990年诺贝尔经济学奖）。

基本面分析法是指把对股票的分析研究重点放在企业本身的内在价值上。这种分析方法是以分析企业的内在价值为主，而把影响股票市场的外部环境的分析放在次要位置。基本面分析法涉及企业财务状况、经营业绩、管理水平和产品竞争力等分析，以此估算目前股价安全空间和推测企业未来发展的趋势。这说明了一个道理，评估企业实际就是评估股票，评估股票就是评估企业。股票代表了对企业的所有权，企业价值超高，股票价值就超高。对于企业经营历史轨迹的研究评价，并以此找出股票价值与价格的差异，是基本面分析投资者追求的最终分析结果，分析质量的好坏直接影响到投资成绩的高低。通过这种分析方法寻找股价充分安全空间，据此买入股票后，就可不必花费太多的时间与精力去关注股票价格的短期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动变化，只需保持一定耐心，等待股票价值回归。这种方法较为适合众多的非专职股票投资者。

股票技术分析法是通过分析历史股票图表对市场价格的运动轨迹进行预测的一种方法。它主要是预测短期内市场价格涨跌的趋势变化，以期把握买进卖出的最佳时机。股价变化波动是股市参与者（投资者和投机者）对于国际国内政治、经济、军事、货币和企业本身等事件做出反应的结果。技术分析的基础是 K 线图等图表指标，实际上就是股市参与者的大众心电图。技术分析法对于图表的解读需要对大量图表技术回顾、跟踪、掌握等，另外还存在不同行业、不同企业的股票价格走势与不同的技术系统关联的敏感性不一样，即存在个体差异。从这些情况看，技术分析一点儿也不比基本面分析轻松。英国著名经济学家凯恩斯指出：股票技术分析理论的基础是空中楼阁理论，因为该理论完全抛开股票的内值，强调大众心理构造出来的空中楼阁。投资者之所以要以一定的价格购买某种股票，是因为他相信有人将以更高的价格向他购买这种股票。这种方法适合有条件实时观察行情的投资者。

现代资本市场理论（也叫定量分析法或数量分析法）是以有效市场假说为基础，以定量分析为依托，涵盖大量科学分析方法与著名金融理论的学说体系。它包括资产组合理论、资本资产定价模型、套利定价理论、期权定价理论等。有效市场假说分为三种不同类型：一是弱式有效市场，是指股价已反映了全部能从市场交易数据中得到的信息；二是半强式有效市场，是指股价已反映了所有公开的信息；三是强式有效市场，是指股价已反映了全部与公司有关的信息，包括所有公开信息及内部信息。这种分析的核心是追求风险水平一定条件下的收益最大化或收益一定条件下的风险最小化，即锁定收益，降低风险或锁定风险，提升收益。这种方法涉及运用许多复杂的数学模型，因此，这种方法只适合机构投资运用。

基本面分析法适合业余股票投资者的理由有三：一是不用整天盯盘，能较好处理工作与投资的关系；二是基本面分析法在一定时期内所分析的基本面相对稳定，不必被迫频繁交易，可以节省佣金、印花税，还可避免频繁交易产生的差错；三是可以有效地限定投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

范围。基本面分析的特性会使投资者产生一种偏好，在自己理解的行当，寻找主营突出、经营简单、盈利稳定的好企业。这样无论是在行业选择方面，还是在个股挑选方面，都不会太多。如果能达到行业三四个，个股七八只的投资境界，那么你就掌握了正确分析的钥匙，走上了通向投资成功的大道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节 安全空间的含义

股票投资的安全空间是指单位股票价格低于单位股票价值部分的差价。差价越大安全空间就越大，安全空间越大股票盈利胜算的概率也就越大。美国股票投资大师格雷厄姆说道平生投资的体会和经验时，曾说："我将投资的关键和核心大胆浓缩为四个字：安全空间。"对股票投资安全空间的追求，也就是对减小或避免投资风险的追求，安全空间越大就越能较好地弥补我们可能遇到的不可知、不确定和自身能力等因素产生的投资风险。无论从安全空间的定义上说，还是从安全空间的操作实务观察，安全空间可以说是股票价值投资的核心。离开了安全空间就不存在价值投资，价值投资只有在有足够的安全空间时才能得到满意的回报。就像大桥的建设一样，如果一座大桥准备建成实际最高能通过 1000 吨的承重，那么，它设计时就会给出一定的安全空间，比如设计通过承重就会为 1500 吨或 2000 吨。如果设计通过承重低于或等于实际通过承重，不用考虑，结果肯定很危险。任何一位头脑正常的桥梁设计师都不会疯狂或愚蠢到如此大胆的地步。但不知是什么原因，我们在股票市场上常常会干出用 2 元钱的价格买入 1 元的价值或 3 元钱买入 1 元价值，甚至用 N 元钱买入 1 元价值股票的愚蠢事情来。很多专家、教授等极度聪明的俊才们一进入股市就会犯愚蠢病，连举世闻名的物理学家牛顿先生也不例外，他在南海公司股票投机失败后不得不感叹道："我能计算出天体的运行轨迹，却难以预料到人们如此疯狂。"这是一个值得深思的人性和社会问题。

因为企业价值估算存在许多不确定性因素，其估值只能是一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近似值，是一个定性与定量相结合的价值域。这个价值域运用起来还是比较困难的，也会出现较大偏差。为更进一步地有效利用和最大程度增加安全空间，在实践中就需要寻找适合自己的参照物。通过多年的实践，我认为有必要设置以下四个运用安全空间的场景参照物：一是大盘崩溃，从高位跌幅50%以上，个股也是同理；二是个股或行业跌破净资产，即市净率（PB）<1时，最好是市净率（PB）<0.7以下时，可以考虑进场。市净率小于1时就意味着有了安全空间，小于0.7，甚至0.5或更低时，可以说就有了相当的安全空间优势，足以弥补或规避市场系统风险和自身操作风险了；三是市盈率（PE）<净利润增长速度2倍时，即净利润增长速度＝市盈率（PE）×2。不过，这种方法要用在长期稳定增长的公司上，并要剔除一次性的收益。再就是净利润增长率大于50%时最好慎用，因为连续三年以上能保持50%以上增长的企业只能靠运气才能找到；四是公司的隐性资产大于企业上市的市值，如：矿山、土地、房屋、现金、存货溢价和可交易金融资产等。牛市时公司市值高企，隐性资产占比较小，到了熊市公司市值严重缩水，隐性资产占比就会显得很大，其价值可能比整个公司的股票市值还要大。如：2012年三季度的康佳B股市值只有26亿港元，但其银行存款却高达33亿人民币，其市净率（PB）也在0.5附近。

如果上述四个运用安全空间的参照物情况出现，就意味着大量具有充分安全空间的股票存在，股票投资者不再需要寻寻觅觅有安全空间的股票，不再需要煞费苦心地计算估值，市场已经进入了遍地是黄金的美妙时光。巴菲特这个时候会兴奋地又一次激情满怀：我就像一个好色的小伙子进入了美丽的女儿国。与此相反，巴菲特老先生会像股市高涨的1968年一样郁闷地唠叨：现在我确实找不到好的股票投资了。我要退出，解散吧——巴菲特合伙人有限公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节
理解市场先生

最早提出市场先生一词的是美国投资大师、证券分析理论创始人本杰明·格雷厄姆。他赋予了股票市场的人格化，市场的价格涨跌就是市场先生情绪化的表现。本人将市场先生的理解可以归纳为以下三个方面：

第一，市场先生的情绪是有周期性的。这位老先生生来就不是一个情绪稳定的“人”，“他”的情绪波动在一定时期内呈现乐观、狂躁、悲哀、郁闷周期性变化，在“他”认为世界末日快要降临的时候，“他”会不惜血本抛售一切，以换取“他”认为安全的现金，这时股票价格就会被压低到一个难以置信的低位。在“他”认为世界快要变为天堂时，“他”会不计代价抢购一切，以换取“他”认为可以快速增值的股票，这时股票价格就会被哄抬到一个难以置信的高位。

第二，市场先生的情绪是可以利用的。在市场先生狂躁时期，股票价格会涨得很快，涨得很高，甚至远远高于股票内在价值好几倍，所有的股票价格都会向天飞去，这时你可以充分利用老先生的狂躁情绪，逐步减持手中的股票。在股价高歌猛进之时减持股票，需要投资者具有极大的决心和勇气。因为此时，人的贪婪本性和受诱惑的人性弱点被放大到了极点，要克服这两大人性的陷阱必须要靠决心和勇气。这时可以说，决心和勇气是你保障胜利果实的关键。当然，对于市场先生狂躁情绪的正确判断至关重要。在市场先生悲哀时期，股票价格会不断下跌，有时下跌得很快，有时阴跌特别漫长，如：A 股 2001 年 6 月至 2005 年 6 月熊市 4 年和 2007 年 11 月至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012 年 11 月熊市 5 年多（图 1—1)。因为股价不断下跌就不断有人亏损，接下来就不断有人止损卖出，股价一直会下跌到远远低于股票内在价值。这时你可以充分利用市场先生的极度悲哀情绪，逐步买入股票。在股票市场哀鸿遍野之时，买入股票需要极大勇气。因为，此时人的恐惧心态同样被放大到了极点，要克服巨大的恐惧心理需要过人的勇气。这时可以说，勇气是你最大的财富。当然，对于市场先生极度悲哀情绪的正确判断，同样至关重要。利用市场先生的道理，实际上在中国春秋时期的范蠡（后被中国商界奉为祖师爷的陶朱公）总结为一句经商（不限于经商）名言：人弃我取，人取我与。



图 1—1　2001 年 1 月至 2012 年 11 月上证指数月 K 线图

第三，市场先生的情绪是极具传染性的。股市短期的波动就是市场先生的心电图，股票市场周期性低迷或高涨就是市场先生情绪的反映。股市 K 线不规则的高低起伏给观察者强烈的视觉冲击，并给观察它的投资者（还有投机客）带来心理影响，进而影响观察者的正确判断和正确操作。市场中的每一个人都可能会被市场先生强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的情绪化“病毒”所传染，具有强大免疫能力的人才能不被传染，以保持投资的健康。免疫能力差的人就会被深度传染，不同程度地影响股票投资，陷入与市场先生同曲共舞的不利境地。其表现为追涨杀跌、频繁进出、割肉止损，股票投资（投机）收益的结果就可想而知了。对于市场先生情绪具有免疫力，在价值投资派、技术投机派和数量分析派中，价值投资派的理论体系具有先天的免疫基因优势。就一个人而言，如果采用了价值投资策略，那么他对市场先生情绪化“病毒”的免疫力就会大大增强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六节
企业“护城河”经济特性的含义

经济特性就是一个企业经营的产品或服务是否具有“护城河”或“高壁垒”特征。“护城河”或“高壁垒”是比喻企业因某些原因而具有一定的垄断性或强大的核心竞争力。它可以理解为：一是产品具有强大的品牌效应，具备较强的自主定价能力；二是具有专利垄断产品，具备较强的自主定价能力。但如果专利一旦失效就会引来大量的竞争者；三是排他性设施。这些往往涉及到民生，行业和企业都必须遵守政府价格管制，如城市交通、供水供电、供暖供气、高速公路等；四是国家政策赋予的经营特权。这些企业产品的价格必须遵循国际大宗商品交易价格，可以说，其产品价格就是随行就市（国际现货和期货价格），是国际市场价格的追随者，而不是自家商品价格的制定者。如石油化工、矿产资源、有色金属、农产品等大宗商品。这样的行业企业在中国还是比较多的。上述的分类不一定准确，列举事例也有交叉，但这里只是想例证式说明经济特性的问题。从这里可以看出，依靠具有自主定价能力的竞争优势，才可以叫作“护城河”经济特性的企业。在这里，我们来听一听价值投资大师巴菲特对于企业“护城河”经济特性的阐述：

巴菲特老先生对于企业“护城河”经济特性的理论先后经过了由概念、定义到升华三个过程。1993 年在致股东的信中巴菲特第一次提出了“护城河”概念：近几年可口可乐和吉列剃须刀在全球的市场份额实际上还在增加。他们的品牌威力、他们的产品特性以及销售实力，赋予他们一种巨大的竞争优势，在他们的经济堡垒周围形成了一条又宽又深的“护城河”。在 1995 年的年会上巴菲特对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“护城河”做出了详细地解释：奇妙的、由很深、很危险的“护城河”环绕的城堡。城堡的主人是一个诚实而高雅的人，城堡最主要的力量源泉是主人天才的大脑。“护城河”永久地充当着那些试图袭击城堡的敌人的障碍。城堡内的主人制造黄金，但并不都据为己有。在2000年的股东大会上巴菲特对于“护城河”的解释进一步得到升华：我们根据“护城河”加宽的能力以及不可攻击性作为判断一家伟大企业的主要标准。而且我们告诉企业的管理层，我们希望企业的“护城河”每年都能不断加宽。这并不是非要企业的利润要一年比一年多，因为有时做不到。然而，如果企业的“护城河”每年不断地加宽，这家企业会经营得很好。“护城河”的概念给予了企业长期竞争优势一个更为形象的描述，这是在优秀企业的基础上发展演化而来的新的分析评价内涵。巴菲特眼中的优秀企业要具备长期经济特征和优秀的管理层，而且价格要有吸引力。而引进了“护城河”概念之后，我们更容易理解这一投资哲学。他把企业形容为城堡，它会受到竞争对手的攻击，所以，企业的管理层要不断提高产品（服务）的核心竞争力，让竞争对手没有任何攻击突破的机会，而且还要让这种竞争优势一年比一年强化，要不断加固拓宽“城池”（护城河）。用中国一句成语讲，就是要固若金汤。

企业“护城河”经济特性是由产品与服务的品牌、消费者对产品的忠诚度、强大的销售渠道、极低的资本消耗、优秀的管理团队等多种因素造就的。企业经济特性“护城河”的提出使价值投资理论有了质的飞跃，由此，价值投资的花园里又增添了一支最为灿烂的奇葩。对于企业估值和股票价格严酷苛刻的巴菲特，甚至对于具备“护城河”经济特性的伟大企业可以容忍其价格有一定限度的高估。这就印证了中国的一句老俗语：好货不便宜，便宜无好货。

具有“护城河”经济特性的企业一般拥有较大的无形资产价值，也称商誉价值，是典型的低资本消耗型企业，在财务指标上反映为毛利率高，一般会大于30%，净资产收益率高，一般会大于15%，销售利润率高、经营净现金流高、预收款高、应收款低、负债低、研究开发费用低等优势明显。这样的优秀企业在整个股票市场中非常稀少，在一般情况下，甚至在熊市其股价也会处于合理偏高以上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如天士力（图 1—2）、片仔癀（图 1—3）等。要想以一定幅度的安全空间折扣购买，我们就要有足够的耐心等到股票市场熊市后段，如 2008 年 10 月上证指数从 6124 点下跌至 1664 点，贵州茅台股价从 227 元下跌到 81 元、五粮液股价从 51 元下跌至 12 元、云南白药股价从 31 元下跌至 17 元；或行业出现市场偏见，如 2012 年 11 月至目前整个银行股因房贷、政府平台贷款、欧债危机影响、利率市场化、贷款缩量和盘子超大等极端偏见，市盈率普遍在 5 倍以下，招行股价一度下跌到 9 元以下，兴业银行市盈率只有 3 倍多了；或企业本身出现非致命性负面事件，如 2010 年 6～7 月因传赤水河水干旱、严查酒驾等负面事件，贵州茅台股价一度从 179 元下跌到 124 元左右。因三聚氢氨事件，伊犁股份 2008 年 9 月股价从 31 元下跌到 6 元左右时，鼓足勇气用自己相当份额的资金购买暂时落毛的“凤凰”企业。以这样特殊情况下的特殊价格投资这样的优质企业，对于获得超过平均收益水平和稳定长期投资业绩具有明显的现实意义和深远的历史意义。



图 1—2　天士力 2008 年 10 月至 2012 年 11 月月 K 线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图1—3 片仔癀2008年10月至2012年7月月K线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七节

投资前要做好功课

未雨绸缪四个字可以说是新入股市和准备进入股市朋友们的股票投资总体要诀。凡事预则立，不预则废。这里“预”不是指的预测而是指预备、准备相关前提条件等，它包括心理准备、技能准备、资金分配和投资理念等。当然，并不是将这些准备工作做好了就一定能在股海中长风破浪，大展宏图，稳赚不赔，百战百胜。但这些预备、准备工作做好了，能使你更好地以正确的理念、良好的心态、稳健的策略等在股市中探索、锻炼和成长。如果不准备这些，我们肯定会陷入胸无成竹胆子大，毫无主张点子多，盲人骑瞎马的危险境地。这并不是耸人听闻，就像我们在未学会玩牌规则和基本牌技之前就一头扎进赌博游戏中一样的危险。股市是一个放大了的博弈场所，只不过是我们不知道是赢了谁或输了谁的游戏。我们的对手是以千万计，有机构、基金、私募和我们自己等。每个人都想以十八般武艺中最厉害的招术投入自认为胜算较大的角逐之中。有基本面派，有技术派，有定量分析派等，还有几者兼顾的所谓价值投机派等。同时，由此衍生出的五花八门技巧，甚至出现像国外星象术、长短裙流行预测法式的周易预测、奇门遁甲预测等。可谓是为了股市博弈无所不用其极。试想我们不准备点儿什么就一下跳进股市，其坏结果可想而知。如果我们有充分准备，并不断学习、不断锤炼、完善提高的话，其结果肯定会大大好于没有任何准备的结果。面对股票市场的复杂性、不确定性和残酷性，我们要预备、准备些什么呢？我认为最主要的，或者说最基本的有以下几个方面（因为我们在这里主要是谈价值投资方面的知识和相关实务，技术派的一些东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七节

投资前要做好功课

未雨绸缪四个字可以说是新入股市和准备进入股市朋友们的股票投资总体要诀。凡事预则立，不预则废。这里“预”不是指的预测而是指预备、准备相关前提条件等，它包括心理准备、技能准备、资金分配和投资理念等。当然，并不是将这些准备工作做好了就一定能在股海中长风破浪，大展宏图，稳赚不赔，百战百胜。但这些预备、准备工作做好了，能使你更好地以正确的理念、良好的心态、稳健的策略等在股市中探索、锻炼和成长。如果不准备这些，我们肯定会陷入胸无成竹胆子大，毫无主张点子多，盲人骑瞎马的危险境地。这并不是耸人听闻，就像我们在未学会玩牌规则和基本牌技之前就一头扎进赌博游戏中一样的危险。股市是一个放大了的博弈场所，只不过是我们不知道是赢了谁或输了谁的游戏。我们的对手是以千万计，有机构、基金、私募和我们自己等。每个人都想以十八般武艺中最厉害的招术投入自认为胜算较大的角逐之中。有基本面派，有技术派，有定量分析派等，还有几者兼顾的所谓价值投机派等。同时，由此衍生出的五花八门技巧，甚至出现像国外星象术、长短裙流行预测法式的周易预测、奇门遁甲预测等。可谓是为了股市博弈无所不用其极。试想我们不准备点儿什么就一下跳进股市，其坏结果可想而知。如果我们有充分准备，并不断学习、不断锤炼、完善提高的话，其结果肯定会大大好于没有任何准备的结果。面对股票市场的复杂性、不确定性和残酷性，我们要预备、准备些什么呢？我认为最主要的，或者说最基本的有以下几个方面（因为我们在这里主要是谈价值投资方面的知识和相关实务，技术派的一些东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西只是相关时才谈及)：

1. 心理方面的准备。可以说绝大多数股市散户朋友开始都是看到周围的人赚钱时，才抱着赚大钱、赚快钱的心态进入的，甚至是企图大捞一把，一夜暴富。开头可能赚了点儿钱（实践证明新手入市就赚钱并不是好兆头)，并在高位加大投入，结果股市过山车式的行情不仅把开始赚的钱悉数归还，而且陷入了惨跌被套的深渊。如果此时割肉退出将造成实亏，如果坚持仓位，那么将承受漫长的熊市煎熬。一般情况下，我们散户新入市的时机可以说基本都是不利的。因为我们一般都是在股票大涨以后进入市场的，甚至是在过热时买入股票的，这个时候牛市已经进入尾声。这就需要我们在入市时考量股票市场冷热时，还要具有承受50%以上风险损失的心理能力。因为每一次过热时的行情下跌都会超过50%以上的幅度，对于年度出现20%～30%的跌幅也就不足为怪了。由此，这一条将与后面所讲的资金分配、杠杆经营等有密切关联。

2. 资金分配的准备。资金分配对于家庭或个人来讲也叫理财资金分配，根据风险和收益大小，一般为三分法：一份银行存款，一份国债、公司债券、保险投资等，一份股票投资或投资股票型基金。银行存款应该是无风险的，是为了预备平时日常生活开支和应急性支出，按现在最时髦的话讲就是防止家庭流动性不足的风险问题。国债、公司债券、保险投资等是一种风险与收益相对平衡的投资，有风险但比股票低，收益比银行存款利息要高一点儿。股票投资属高风险高收益的投资（对于价值投资大师来讲股票投资是非常安全的)，如果拿出总资本的1/3进行股票投资，在心理上是可以承受50%以上风险的。对于我们准备股票投资的朋友，实行家庭理财资金三分法不失为一种好的选择，这也是确保投资良好心态的明智之举。只有处于良好心态下的操作才能保持理性，最大限度地减少或避免错误，在股票市场只有减少或避免错误才能取得好的盈利水平。

3. 不要举债投资股票。借债投资股票是初入门或进入股市时间不长者的大忌。过度举债投资股票同样是股市老手们的大忌。这首先是暴富快富不良心态在作怪，在不良心态下就难以产生正确的策略和方法。借债买入股票是一把双刃剑，它既能放大收益，同时也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能放大风险。举债越多杠杆效应就越大，对于心理承受能力和专业技能要求也就更高。一旦股市大跌，风险损失很快就会触及老本。借债比重越大下跌殃及老本的速度就越快，并会严重地搞坏自己的心态。再就是借债总是有还款期限的，借款到期如果运气好，股市上涨赚钱皆大欢喜，还了债，赚了钱，不亦乐乎。如果运气差股票大跌，那就算是倒了霉，只有被迫割肉卖出筹资还债了。如果更倒霉的话，就是在割肉卖出不久股票就一日千里往上涨，那你就只有悔恨的份儿了，悔不该当初借钱搞股票投资了。你如果参与了A股的融资融券买空卖空，特别是参与了更为激进的股指期货买空卖空，以保证金为担保的高杠杆交易，可能一夜之间使你的账户财富清零，而且永无翻本之日。

4. 不要帮助他人投资股票。有的新入市散户朋友，本来就是在牛市当中入市的，或者就是在牛市后期进入的，取得一定的收获（注意：在一个新手容易盈利的市场往往市场就已处于危险时期），这时往往会信心满满，自我感觉炒股技术很高，于是就会有帮助他人炒股的冲动，一种是好为人师指点别人或给别人荐股，听与不听是别人的事，危害影响还不大。如果是别人把钱打到你账户上一起操作的话，那可是另一码事了。遇到盈亏不计较的还好说，遇到一个不讲理的主儿那就惨了，亏损他是不认的，赚了钱他肯定是要的，自己只有赔本的份儿。遇到更惨的是，在股票惨不忍睹的时候，他要撤资，这与借钱买入股票限期还债的陷阱一样，被迫割肉卖出股票。损失怎么算，那就要看你与他当初的约定了。这是一件严重影响心态的事，心态不好，操作就会犯错，犯了错就会出现经济损失的风险。

5. 学点企业财务分析知识和技能。股票投资不要求你是一个专业财务人员或是金融分析师之类的人物，但你必须懂得一定的财务知识。说得简单一点儿就是能看懂财务年报，特别是负债表和损益表，并能对主要指标进行相关分析，如销售收入、毛利率、负债、利润、净资产收益率、经营现金净流量、存货、应收款等以及它们的历史表现和相互联系，如将销售收入、利润、经营现金净流量与应收款进行分析比较，就可以分析销售收入、利润的真实性程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对毛利率长期观察，如果不断上升一般认为其产品竞争力在不断上升，否则，毛利率不断下降就意味着竞争力的下降，毛利率是反映企业经济特质、核心竞争力和经营壁垒的关键指标。总资产收益率和净资产收益率的高低可判断一个企业是高资本消耗型，还是低资本消耗型。每股价格大幅低于每股净资产是出现安全空间的信号之一，接着就要分析净资产的构成和出现这种情况的原因，进而预备操作策略，等等。财务分析是一个股票（不限于股票）投资者应该努力学习和牢固掌握的基本功。

6. 投资自己理解的行业和企业。做股票就是做企业，这是价值投资的一个基本理念之一，也叫合伙经营。具体阐述为，购买企业一小部分股权要像购买整体企业一样进行估值。要正确地对一家企业估值，首先要对企业所处行业、生产过程、新产品市场和经营模式等有所了解。其次根据自己的知识结构、工作经历等选择能够理解的行业和企业，这样投资相对外行人来说就具有优势了，胜算就要大一些。做自己不了解的行业和企业，你相对于业内人士来说就是一种劣势，失败的概率肯定要大一些。做了解的行业和企业还有一个好处就是大大缩小了股票选择的范围，免得在 A 股市场中 2000 多只股票之间浪费精力，你可以在一个小圈子之内精选自己认为有竞争优势的股票。这也是巴菲特所积极倡导的：成功的投资在于你所了解的能力范围之内，而不在于这个能力范围的大小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 理念篇

对于理性投资，精神态度比技巧更重要。

——本杰明·格雷厄姆

决定投资成败的不是智商，而是理念。理念在经典哲学中亦称为观念，是纯粹理性的概念。有人问巴菲特：你是如何走到现在这一步，成为比上帝还富有的人的？巴菲特回答：我怎样走到这一步说起来也很简单。我的成功并非源于高智商，我相信你们听到这一点一定很高兴。我认为最重要的是理性。我总是把智慧和才能看作是发动机的马力，但是输出功率，也就是发动机的工作效率则取决于理性。那么，为什么一些聪明人在做事情的时候却不能获得他们应得到的结果呢？这涉及习惯、性格和气质等方面因素，涉及行为是否合乎理性，是不是自己在妨碍自己。巴菲特在这里充分肯定了理性在股票领域投资的重要性。理性是什么？是人在正常思维状态下，在自信、冷静和客观地分析基础上，采取合理的行为处理事物，以期达到有利的效果。具体到股票投资行为，理性就是要符合常识、符合客观和符合商业逻辑，这样才能把自己的智慧和才能正确地、高效地运用到股票投资活动之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节
价值投资者成功的历程

如果说股市赚钱容易的话，那么工人可以不做工，农民可以不种地，公务员可以不上班，商人可以不经营，等等。大家都不用赚取辛苦钱，只须在电脑前按按鼠标、敲敲键盘，股市的钱就赚来了，多容易，多惬意！但现实并未出现这一幕场景，绝大多数人并没有进入股市，进入股市的绝大多数也都是业余选手。这说明了什么？说明股市赚钱并不容易，甚至比开工厂、做生意更难一些。既然是一个赚钱非常不容易的地方，为什么又有许多的人，特别是业余选手不断前赴后继、投入股市呢？一是进入股市的门槛低。除了钱之外，几乎没有别的障碍，股票投资不需要工商、税务登记，也不需要消防、环保验收，更不需要绿化环保评估等。无需研发产品、培育市场、公关营销、经营管理等。不会遇到有权部门的吃、拿、卡、要，更不会遇到收保护费的瘪三等；二是牛市赚钱效应的诱惑。股市疯牛行情的赚钱效应，贪婪的人性把本来对股市不感兴趣、一窍不通的人卷进了股市，也就是说，股市新手绝大多数是在股市和自身风险最大的时候进入股市的。错误的诱因和错误的时间入市，注定了我们散户从进入股市的那一刻起就陷入了不利的境地。有的认赔离场，有的屡败屡战，有的边战边学边提高。特别是立志要在股市有所成就的人，还是比较悲壮的，甚至可以说是可歌可泣。有的由业余爱好者义无反顾地全身投入股海，有的甚至妻离子散仍痴心不改……最后修成正果。在股市上，从一个门外汉到成功，是需要非常慢长时间来磨炼的。除了平时学习外，一般要经过一轮完整的牛熊市后，投资才会趋于成熟。但一轮牛熊周期大约为 10 年左右，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这 10 来年的摸爬滚打中将为你的成功打下坚实的基础。它包括理念、策略、经验、技巧、心理、心智、性格等方面。当然，代价也是非常昂贵的。从鲁莽迷惑、尝试技术、心智磨炼到返朴归真。每个阶段你都必须交纳相应的学费，这个学费包含金钱上的损失和精神上的煎熬。我遇到的大部分股票投资者中，有成者几乎都有过破产一次或几乎破产的经历，甚至有的经过了两次破产的惨痛经历。就连价值投资的祖师爷本杰明·格雷厄姆也曾遇到产生轻生了断的险恶境地：1930 年是他职业生涯中最糟糕的一年，他能生存下来全靠自己的声望。尽管他想尽办法基本上清偿了全部的空头股票，可是多头投资却由于股价的波动使他积累了 200 万美元的保证金债务（那个年代这可是一笔巨额债务）。这一年年末，他的联合账户损失了 50%，而同期的道琼斯指数下跌 29%，标准普尔 500 指数下跌 25%（2011 年、2012 年 A 股比之更糟糕）。许多损失惨重、惊恐不安的投资者全部或部分地撤回了自己的资金，这就使他更难以为继了。本杰明·格雷厄姆当时很沮丧，一度曾想自杀解脱。大师尚且如此，何况我们这些凡夫俗子呢？因此，有志于投身股票投资和正在经受艰难探索、心智锤炼的同人们，要有足够的心理准备和树立坚定信心，经受住四个阶段的历练考验，在此过程中我们会领悟到更多投资和人生方面的真谛。

1. 贪婪无知、鲁莽无畏阶段。这个阶段也可以叫入门阶段，这个阶段的特点：一是进入股市就是为了赚快钱，恨不得一夜暴富；二是对股市什么都不懂，买卖基本是靠朋友、媒体推荐或道听途说；三是大盘和股价无论是高是低，啥价都敢买。就如 2007 年 11 月初众多的新股民在亚洲最赚钱企业的鼓噪声中，交易第一单就被套死在中国石油 40 元以上，2012 年 12 月该股股价下跌到 8.5 元左右的低位，跌幅深达 78%。被套者无奈地自我解嘲：把中国石油的股票留给子孙，做中国石油永久的股东；四是把亏损原因全部归咎于外界因素。如果股市出现下跌造成亏损，不是从自身找原因，而是用骂人出气，从中央骂到地方、从专家骂到同事，从中国骂到美国等；五是不把股票投资视为一桩严肃的投资活动。有很多人总说自己是在玩股票，就像玩游戏一样随便，买入不思考，割肉很随意，把钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不当钱；六是为了尽快盈利会把所有的家当押上去，甚至负债买入股票。这是新手最不应该犯的错误，这一错误足以将其个人和家庭带入绝境。这也是一个很难纠错的错误。

这个时候新手的行为模式就是建立在暴富的心态、无知的操作、盲从的跟随和频繁的交易之上的。由于新进者的鲁莽，促使金钱快速缩水，一部分人愿赌服输，割肉出局；一部分人感觉麻木，抱定“死猪不怕开水烫”的心态，站在高高的山冈上等待威武神勇的“天神”（牛市）来搭救。还有一部分人冷静下来，知耻而后勇，痛定思痛，总结教训，在股市最终成大器的就是在这部分人中产生的。

这是一个损失率最大的阶段，也是把人性弱点放大暴露的阶段，大部分人在这个阶段将停滞不前，甚至淘汰出局。这一阶段所需要的时间一般由牛市高点到熊市低点的时间就足够了。比如 2007 年 10 月至 2008 年 11 月上证指数从 6124 点，经过 12 个月的猛烈下跌，进入历史低点 1664 点，百年不遇的大股灾是一小部分股票投资者快速成熟的机遇，也是大部分股民血本无归的真正灾难。这个阶段对于愿意思考的股票投资者来说，相当于王国维在《人间词话》中说的，古今之成大事业、大学问者，须要经过三种境界的第一种境界：昨夜西风凋碧树。独上高楼，望尽天涯路（晏殊《蝶恋花》词句）。股票市场投资的残酷性和复杂性，使我们深刻认识到自己的无知、无助和无力，这将更加激发我们自救自强的信心和勇气。

2. 勤奋学习、艰难探索阶段。这是一个由无知盲从阶段向独立思考和行动的转型阶段。这个阶段与第一阶段存在交叉，并无严格的界线。有很多新手一开始就在利用各种技术，只是用得太多、太滥、太杂，而且不得要领，但自我感觉良好。什么 K 线、均线、KDJ、MACD，还有什么金叉死叉、量价背离、箱体形态、买卖标识等十八般股市行情系统技术都用上，白天看盘，夜里复盘，追踪利好利空消息。有的到处购买所谓内藏绝技的行情交易系统，有的刻苦钻研自编或修改行情系统的技术公式，有的更是勤奋学习欧美投资大家，无论是传记杂谈，还是理论实务，来者不拒，一心想学到、练到股票赚钱的独门绝学绝技。其中有得有失，但仍处于亏多赚少的境地。对于股票投资还没有从理念上、操作上、人性上形成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统性、规范性、程式化和个性化，不稳定性、不确定性经常造成投资理念和操作策略游弋不定，出错的概率也比较高。但这个期间一般不会犯致命性错误。在心态方面也会因一时得手、一事得手而信心满满或一时失手、一单失手而忧心忡忡。这个时段还有一个特点，喜欢谈股论道，好为人师，乐于荐股，但内心对于股市和个股表现没有底。在操作方面频繁进出，没有一天不交易，没有一周不满仓。根据技术每每试图在最高点卖出，在最低点买入。有时嘴上信誓旦旦要遵守原则、技术和纪律，临战操作却又是另外一套。

这个阶段虽然努力追求，勤奋辛苦，乐在其中，但仍处于艰难探索阶段，也可说是迷茫阶段。这时你会从内心里考问自己：这是我要的生活吗？股票投资适合自己吗？适合自己的股票投资方法是哪种？哪种方法适合自己的性格、素质？围绕对这四个问题的思考，由第一阶段晋级为第二阶段的少部分人中又只有少数人，为了真正解决这四个魂牵梦萦的根本性问题，而又进入了第三阶段的艰难旅程。有专家统计过，第二阶段是一个成功投资者的经历中最为艰难、最为漫长、连续亏损概率最高的阶段。磨炼时间一般会在 5 年以上，应该说这部分人与股票投资还是有一定机缘的一族人。这个阶段就像王国维《人间词话》中的第二种境界：衣带渐宽终不悔，为伊消得人憔悴（柳永《凤栖梧》）。

股票市场的投资是一项严肃的工作和事业，是工作和事业就要学习掌握相应的知识和技能，更要有对理想目标的追求、克服艰难困苦的毅力和百折不挠的精神。总之，这个阶段就是要心甘情愿、舍得付出。

3. 独立自主、登堂入室阶段。这是一个不断学习、思考、总结，特别是反省自我人性弱点，挖掘自身优势潜力，进而找到一种适合自身的股市投资方式的阶段。比如对技术偏爱者，技术分析不再面面俱到，操作不再天天进出，交易不再杂乱无章。有自己选股标准、持股目标、卖出策略、优化组合、平衡风险等。从人性、理念、原则、纪律等方面较好地解决了过去的迷茫，最大的收获是自己有了一个清晰的定位。如果你是一个独立思考、独立判断、孤独前行的技术分析派，这时你会非常清楚自己的优劣势、竞争坐标和投资长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短目标等。如果是基本面分析者，这一阶段你将成为一个坚定的价值投资者，对于从前用过的看似简单，却很漂浮，过去的清清楚楚，现在的稀里糊涂的技术形态等，从内心产生一种不信任感，而对企业价值和股票价格的分析成为了日常工作的主要内容。追求的是企业价值与股票价格出现足够安全空间的机会，依靠的是靠商业逻辑赚钱。采取这种方法的人，起初由于防范风险和尝试不同价值投资法（净值法、隐含价值法、自由现金流法等）的原因，其股票组合中可能会有多只不同行业的股票，股票持有时间也可能是有长有短。但一般都能坚信自己选择的这种投资方法，是一条安全、轻松和稳定盈利的正确投资路径。因为，价值投资是一种符合商业常识和规律的投资方式。

这个阶段能成为真正的价值投资者，需要一种机缘和悟性，所以转型的人就更少一些。因为，股市中有一种比较令人费解的现象，很多人声称信奉价值投资或长期投资，但理念上和操作上依然投机如故。总之，能在这个阶段顿悟，可以说就已经跨过了股票投资殿堂的门槛。这个阶段就像王国维《人间词话》中的第三种境界：众里寻他千百度，蓦然回首，那人却在，灯火阑珊处（辛弃疾《青玉案·元夕》）。

股票投资经过自己长期艰苦探索，一定会找到一把适合自身特点的金钥匙。这把金钥匙往往是在厚积薄发式的顿悟中得到，其时大有“踏破铁鞋无觅处，得来全不费工夫。”（宋·夏元鼎《绝句》）之感。

4. 知行合一、心中无股阶段。这一阶段主要是经过长期的股市起伏变幻磨炼，使自己的心智成熟，形成了适合自身的投资系统和策略。面对股市和个股跌宕起伏内心不再产生贪婪、恐惧、浮躁、自负、忧伤等有害情绪，操作上不再理会市场的噪声、媒体的喧嚣和悄悄的耳语。

这个阶段的造诣就像金庸武侠小说中的顶级武功一样，强大的心智和内功是根本。如在九阳真经、乾坤大挪移等面前，外功技巧等反而显得就不那么重要了。再高超的拳法、剑法没有内功驾驭也不过是花拳绣腿，再普通的拳法、剑法如果由内功深厚的大家使出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，就能化腐朽为神奇。这实际上揭示出一个道理：强大的心智内功足以使你自由地达到无招胜有招的股票投资的上乘境界。在这一阶段的成就如何，已不是智商和勤奋能解决的了，它与个人悟性、综合素质、专业知识、经历经验、运气好坏等有关。这个阶段我把它称为第四种境界：宠辱不惊，闲看庭前花开花落；去留无意，漫随天外云卷云舒（明·洪应明《菜根谭》）。这里面大有功夫在诗外、功夫在股外的超然境界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节
与股市保持安全距离

与股市保持安全距离是指这个距离不能太远也不能太近。太远了你可能陷入麻痹，进而对自己的投资和资金疏于管理等而影响投资成效。太近了你可能随时堕入股票市场各种投机的漩涡之中，从而造成不必要的损失，最为关键的就是可能对你整体的价值投资系统产生毁灭性破坏。因此，与市场保持安全距离是价值投资者基本性的纪律约束。有一个夸张的说法：买入股票后最好把自己流放到荒岛 10 年。这句话其意思就是强调人们不要离股市太近，要保持距离。其潜台词是人心太易变，股市太诱惑，不是一般人能抵御的。与股市保持安全距离对价值投资者有以下几个方面的好处：

1. 有利于稳健心智的练就。干任何事情只有在稳定的心态下才能发挥正常的水平，这是个常识。股票操作因为市场的起伏性、复杂性、逐利性和不确定性等会把人性的弱点极度放大，进而也将人的心理活动推向诸多极端：恐惧、乐观，忧郁、狂躁，灰心、自信等。受这些心态和情绪的影响，在股市操作中出现的错误概率不用说是非常之大的。作为一个价值投资者，首先就要具有稳健的心智，只有稳健心智的人才能在充满荆棘的价值投资之路上孤独地一路前行。稳健的心智从内在的方面来讲要以正确的投资理念、投资策略和对投资标的信心等为支撑。与股市保持安全距离，就像寺庙道观一样，与尘世保持一定的距离，让修行之人尽量少受世俗浮华、恩怨情仇等影响，减少修行过程外界的各种干扰，尽快达到修行有成的境界。更有大德高人在修炼的某个层次的关键时期，会实行严格地闭关修炼，基本与人世隔绝，以便修成大道。但也不是绝对隔绝，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和尚道士们的衣食住行仍然依赖于世俗的供奉，仍然还要参与一些世俗的活动等。价值投资同样如此，与市场保持一定距离，使自己心态多一份安宁，使自己的认知多一份客观，使自己的行为多一份理性，使自己的操作多一份稳健，使自己的成功多一份概率。

2. 有利于投资成功概率的提高。巴菲特有句名言：投资者必须在设想他一生中的决策卡片仅能打 20 个孔的前提下行动。每当他做出一个新的投资决策，他一生中能做的决策就少了一个。如果这么想，每个人的投资机会都是递减的，随着卡片上的孔越来越多，投资者才会越来越谨慎地抉择。当然，也可能我们当中的很多人并不会用完这 20 个机会，大多数人在没有用完这个卡片之前就销声匿迹，退出了这个市场，能长期坚持下来的人只是很少一部分人。巴菲特先生对于机会的论述实际上是对投资成功率的论述。成天紧盯股市行情，一天之中不好的或平庸的机会成千上万，好机会难得一遇。如果天天去操作，八成准会出错，再加上高频率的交易摩擦成本，肯定会进一步提高你股票投资的失败率。在整个股票市场运行中，对于价值投资者来说只有 1/5 时段可能具有投资良机。也就是本杰明·格雷厄姆所说的市场先生处于极度郁闷时期（即熊市后期）。这个时期大盘和个股一般都会出现较大的安全空间，投资股票成功的概率几乎是 100%。可以肯定地说，这就是巴菲特先生所说的一生 20 个投资机会之一。2012 年 12 月 4 日上证指数下跌至 1949 点（被专家学者们戏称为建国底），就是天上下金子的时期，我们应该抱着大木桶，勇敢地出门迎接冰雹式的金子雨。这时可不用担心被黄金冰雹砸伤了。

3. 有利于投资系统的运用。每一个股市投资的成功者，无论是价值投资者，还是技术投机者，都有自己独立完整的系统，它包括理念、原则、纪律、组合、策略、操作等方面的内容，每一个部分都是相互紧密联系的有机整体。如价值投资的理论基础是股市有时无效、错误定价，其核心是安全空间，投资时间是等待价值回归。从价值投资的这些主要系统内容看出，不需要对股市进行日常关注，只需在股市运动的两个极端时期或位置才会有所行动。牛市股价高估减持股票，熊市价值低估买入股票。还有就是个股，特别是优秀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的股票，极端事件出现的股价高估或低估机会。比如重组、并购、重大专利发明等重大利好，可能会把股价推向高估时，就可以减持手中的股票（这一点价值投资者要敏感，本人 2011 年 3～4 月就错过了 B 股因 AB 股合并预期出现的高估值机会）。比如不伤元气的突发利空，可能把股价打压到一个有足够安全空间的价位。这个时候按自己的价值投资系统进行分析、检验、评价、估值等之后就可以大胆出手。就像巴菲特先生出击美国运通、可口可乐等公司一样。对于股票市场的认识，格雷厄姆最经典的市场先生的比喻足以使我们达成正确的认知。这也是投资者与投机者对股票市场看法的哲学起点。赋予市场的人格化，启示我们不要在他大部分情绪处于正常情况下与他做无利的交易，也不要在他极度乐观或极度悲观的时候与他做同方向的不利交易，能严格做到这一点的前提条件就是要与市场先生保持一定的安全距离，市场先生的情绪就不会传染给你。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节
定力和耐心助力熊市不败

从2007年10月到2012年12月中国A股已走过5年的漫漫熊途。上证指数从6124点急跌至1664点（2007年10月至2008年10月），从1664点B浪反弹到3478点（2008年10月至2009年7月），从反弹高点3478点反复阴跌3年多，到2012年12月4日的1949点。第一阶段猛跌深达72.8%以上，第二阶段3年多漫长的阴跌也多达43.96%的深幅。第一大跌是因为美国次贷危机影响全球，第二跌严格地说还是次贷危机的延伸。不过，新增了欧债危机和中国元素的打压房地产、经济减速、钓鱼岛事件、南沙事件等利空事件。这些国际风云变幻、经济乌云密布和中国IPO排长队拟上市等利空因素严重打击了A股投资者的信心，股市随之大幅长期地单边下跌（2009年7月至2012年12月），中国A股连续两年成为全球最熊的股市，比发生欧债危机的国家还要熊。多少股市"英雄豪杰"要么伤痕累累，要么折戟沉沙。证券交易厅门可罗雀，可工作人员却怕见股民朋友进门来。因为来的不是客，来的都是要销户。根据中国证券登记结算公司提供的数据统计，2012年上半年A股散户新销账户数为22.74万户，与A股1.63亿户（2011年）股票交易账户相比半年内销户22万多户算不了什么，但加上A股目前的休眠账户，就是一个不容小觑的数字了。中登数据显示，短短6个月，僵尸账户激增超过600万户。从2011年末至2012年12月，"僵尸户"数量增长了一倍多。活跃账户从4700万户跌落到3650万户，下降超过1000万户。熊势横行可见一般，股市极寒几近冰河（2012年12月看来有点儿像冰河，12月4日上证指数1949点，创44个月以来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新低）。这个阶段是最容易犯大伤元气的错误，甚至是可怕的致命错误，这个错误就是在最低的价位卖出了股票，造成永远无法弥补的损失。在漫长的熊市中，越是复杂艰难的时刻越是要有定力和耐心，要严格做到三“坚持”和三“不要”：

1. 坚持自己的判断，不要盲目抄底。股市牛市，猜“顶”的人特别多，股市熊市，猜“底”的人同样特别多，同样激烈、同样武断，同样大胆。其中所谓的专家、教授、股评师、分析师等等格外起劲儿，涌现出不少标新立异、稀奇古怪的词儿，什么政策底、技术底、底中底、阶段底、短期底、中期底，历史大底、铁底、黄金底等等。最具轰动效应的是××证券研究所××先生的“钻石底”。2012 年 1 月 6 日上证指数跌至 2132.63 点，他的“钻石底”很快变成为了“暂时底”，2012 年 9 月一度跌破 2000 点，12 月 4 日大跌到 1949 点。但该先生仍面不改色心不跳地坚持其“钻石底”的观点（1949 点被称为“建国底”还是比较形象的）。如果你要去抄底，请问你在十几个种类的“底”中要抄什么底？这是一个多项选择题，我想无人能做得对。既然做不对的事，只要一做肯定就会错，股市中一错可能就是金钱亏损的错。正确的做法应该是，个股是否随大盘系统性下跌，是否存在价格与价值严重背离，安全空间是否达到自己的要求，如果达到了就该出击，不要考虑大盘以后还会不会下跌。不过，最好是分批建仓。如果你已无现金，就只有静静看着，慢慢地等着。如有必要，可以更换一下更有价值的股票。

2. 坚持自己的策略，不要心浮气躁。如果你是以市净率为依据的策略投资者，就要等待市净率下降到某种程度。如果你是以周期性行业企业为投资的策略，就要在漫漫衰退萧条时期耐着寂寞，等待着行业复苏曙光来临。如果你是优秀企业（包括成长企业）的策略投资者，就要等待忍无可忍的持有者在低位割肉抛售，但你仍要有勇气在低位接盘。因为有现金的人在熊途深处一般也没有勇气去买入廉价股票了。这就是说，你的投资策略决定着你的操作方式，而不是随意的操作，破坏你的投资策略。

3. 坚持正确的理念，不要频繁交易。进入股市是为了在保值的基础上稳定盈利，还是想利用股市的上下波动快速暴富，是我们判

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断理念正确与否的主要依据，也可说是入市的动机决定着股票投资策略的运用。市场法则会强制任何投资的获利水平都会趋向平均利润水平。频繁进出，企图快速暴富，显然不合商业逻辑。在起伏不定的市场，试图利用快进快出方式踏准涨跌的节奏，无异于火中取栗，肯定会被频繁地灼伤。这种短期高抛低吸操作方式，美国有学者对其近百年的股票历史进行过模似操作，做对第五次的概率几乎相当彩票获得大奖的概率了。股市投资正确的理念就要像自己创办实业，如开一家餐馆，第一年赔，第二年平，第三年开始赚。有了这种理念，三年下来总体还是会赚钱的。但如在股市近三年高点买入的，其赚钱的难度还是很大的。我想，2012 年 11 月后买入的股票，三年内应该可以赚得高于市场平均的利润。这种预期应该不算乐观吧？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节 股票投资失败的七大原因

在 A 股市场上对于投资盈亏状况存在着"一赚二平七亏损"的说法，即 10 人炒股，1 人赚钱，2 人持平，7 人亏损。这个说法是不是一个规律性的东西不得而知。但可以说在股票市场上长期综合算账，绝大多数股票投资者（在中国叫股民）是亏损的。据本人亲历，在一些证券营业部的大户室里，每几年就会换掉一茬人，大家戏称为：大户变中户，中户变小户，小户变散户，最后是散户变成了销户。我所在城市的一个颇有名气的水果批发市场的老板们，在 2001 年股市牛市时期退了门面，停了生意，都一头扎进股市，结果把卖水果攒下的辛苦钱被 2002 年一直到 2005 年漫长的震荡下跌严重侵蚀，最后所剩无几。他们还算有勇气，壮士断臂，将所剩无几的本钱退出股市，重操旧业做他们熟悉的水果生意去了。这说明了什么呢？这说明如你在一个你一点儿也不占优势的市场要想获利是非常不容易的，不想亏损也是非常困难的。一般的股票散户投资者为何会屡战屡败呢？我认为有以下七个方面的基本原因：

1. 理念错误。一夜暴富心态作怪，认为股市是一个捡钱、抢钱的地方，有人总觉得自己聪明敏捷，鼓吹什么"你要随时准备抢劫那些准备抢劫你的人"，难道你真敢自封自己是股市中最高明、最厉害的抢劫"犯"吗？我看谁也不敢。一个基本逻辑就可以说明股票赚钱是不易的，如果股票交易好赚钱，那么很多脏、累、险的行业就不会有人去干了。

2. 知之甚少。记得 2007 年一个做了多年药品生意的朋友，觉得做生意太累，看到身边熟人一天内在股市赚的钱比他辛辛苦苦一年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚的钱还要多时心里失衡，忍不住投身股市。过了两天他打电话给我说：兄弟啊，我可终于选了一只好股票，市盈率是 300 多，多高啊，市盈率这么高股票肯定不错。他把市盈率当成了利润率，那一刻我真的无语。结果，炒股半年仅手续费和印花税就损失了 40 多万元。他尝到了股市的厉害，还算醒悟得快，“浪子”回头金不换，又回到了原点，继续卖他的药品去了。证券投资是一项需要一定的专业知识和经验的投资活动，与做实体投资要求的专业知识差不多，甚至更多，诸如基本财务知识、大概的行业知识、公司经营模式、新产品市场情况等，再加上自己的综合素质才能具备基本的股票投资素质。不过，把素质变为盈利能力还需要若干年的实战磨炼和提高。

3. 缺乏主见。有一类人要么没有分析企业的能力，要么是懒惰想图现成的，专家说啥好就买啥，股评员说啥好就买啥，朋友说啥好就买啥，周围的人说啥好就买啥，总之，别人说买啥我就跟着去买啥。2007 年 11 月初专家说中国石油是“亚洲最赚钱的企业”，他便在 40 元以上的高位买入，现在 8 元多；2007 年 10 月教授说中国船舶好，他便敢以 142 元（除权后）的高价买进，现在 20 多元；电视股评员说稀土、军工好，他便马上照单买入；朋友说新能源、锂电池好，他便毫不犹豫地买进。巴菲特面对这种带有普遍性的现象感叹道：“大多数人宁愿选择死，也不愿思考。投资要用大脑而不是腺体。”

4. 跳槽太快。这主要是缺乏信心和耐心的表现，也可以说是一种追逐利润的浮躁。换股太频繁会带来一系列恶果：要耗费大量精力，心态容易变坏，操作频繁容易出错，交易摩擦成本太高。作为一个股票价值投资者要有意识的培养和训练自己长期持股的心态和基本功。对于一只优秀股票的长期持有，要坚信时间是优秀企业的朋友，只有长期持有优秀企业的股票才是股市盈利的正确路径。

5. 扬短避长。我们经常可以看到或听到亲朋好友和同事中，是医生的对医药、医疗、保健股票不感兴趣，而是大谈传媒教育类等股票；是银行员工的对金融股不感兴趣，而是大谈医药医疗和酒类饮料类等股票；是搞房地产的对房地产股并不感兴趣，而是大谈稀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

土和永磁之类等股票，等等。很多聪明人在别的方面出类拔萃，但一到股市就成了傻瓜，于自己的经历、专业不顾，自信满满地冲入自己毫无优势的行业。当然，自己专业以外的知识是可以通过学习而成为内行的，但在成为内行之前最好不要涉足该行业股票的投资。如果为了促进学习和训练也可以少量的买入这类行业的股票。总之，无论什么时候买入股票最好是多买自己熟悉的，少买或不买不熟悉或不甚熟悉的，这样才能扬长避短，提高赚钱的胜算。

6. 孤注一掷。这个是指把计划投入股票的钱一次性投入，或将自己所有的钱投入股市。这种做法按俗话所说就是：赢得起，输不起。正确的做法是将自己部分资金分批投入股票市场，就像开放式基金定投一样。这样才能在投入过程中，遇到下跌幅度较大的时候，不至于手足无措，乱了方寸。

7. 疏于管理。这一点主要是说对于股票账户的资金管理不够，赚钱少时和赔钱少时频繁乱动，一旦被深度套牢，就不理不问了，有的甚至几年都不看股票，更不会看自己的账户了。实际上看自己账户可以帮助你管理资金。哪些股票赚了，赚多少，赚的原因是什么？哪些股票亏了，亏多少，亏的原因又是什么？现在深套多少，被套的股票质量怎样，未来能否回本，如不能回本，能否换一只回本可能性大的股票等等。定期管理资金和账户有利于掌握投资的主动权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节 一夜暴富投机心态的危害

一夜暴富的心态是人性的弱点。它有很多种民间俗语的说法，如马无夜草不肥，人无横财不富。三年不开张，开张吃三年。一夜抱个金娃娃。富贵险中求等等。这些俗语与投机、冒险、赌博甚至犯罪等贬义的词句相关联。既然是带有贬义的东西，肯定是经过历史检验失败的案例占绝对多数，也并非是发财致富的主流理念和模式。一夜暴富的成功案例绝对不多，这样的案例往往带有传奇的味道，甚至是传说的色彩。就像金庸武侠小说《倚剑屠龙记》中的大侠张无忌，因偶然的好运气从死猴子肚子里得到一本武林秘籍《九阳真经》，其案例具有其特别性、稀少性和不可复制性。

其实，一夜暴富的心态也是不劳而获丑恶人性的表露，所以一夜暴富的传说令人向往，一夜暴富的传奇令人羡慕，也令多少人不择手段，甚至犯罪去发不义之财。但成功者鲜闻，而失败者比比皆是，很多人因一夜暴富的心态和行为而付出了生命的代价。当然，抱着一夜暴富心态进入股票市场的人，也不是什么坏人，都是我们这样带有人性弱点的普通人，一夜暴富的心态我们都曾有，现在仍有，不过是深藏而已，目前只是能理性地压制它、控制它。从长期看，一直抱有一夜暴富的心态投入股市的人，可以存活下来（即能长期留在股市）的人肯定极少。为什么会出现这种情况呢？我认为有以下三种原因：

1. 暴富心态投机行为趋同，赚钱很难但风险紧随。有快速暴富心态的人基本是投机派，使用的都是连初中生就能看懂的技术图形。既然每个炒股的人都能用、都会用、都在用，那么谁会有优势呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像中国人爱看热闹一样，大家都踮着脚看，实际上与都正常站着看是一样的道理。不过，也有例外，极少数站在前列的人和弹跳力超强的人具有暂时的优势，但不能管长久。所以说，股市中众多的投机者看到买入技术信号时，大家争相买人，不断加大买入成本，结果很难赚钱。看到卖出技术信号时，大家会争相割肉卖出，不断加大损失。久而久之，跟随技术的投机者资产会不断磨损，直到危及生存。

2. 暴富心态眼光必短视，交易频繁易出差错。快速暴富都是抱着在股市舀一瓢、捞一把就走人的思想，必然是买卖频繁，买卖频率与操作失误率是成正比的。因此，暴富心态必然买卖频繁，买卖频繁必然产生错误操作，错误操作必然产生高失败率。

3. 暴富心态行为易走极端，不利构建稳健的家庭财务。如果暴富心态驱使的投机行为失败，最容易产生两种极端的行为：其一为孤注一掷，不计后果；其二为一朝被蛇咬，十年怕井绳，彻底退出投机或投资，甚至连理财之类的东西也会退避三舍。暴富心态不利于一个人的长期财务规划和建立稳健的财务机制，这一点对于所有的一般的股市族群人员来说尤为重要。因为，一般股民脆弱的财务基础经不起暴富心态投机带来的失败冲击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六节
正确对待偶得的暴利

《股票作手回忆录》的作者杰西·利弗莫尔说：投机像山岳一样古老。这一点说明投机是人性弱点中最原始的欲望之一，为了抄近道而不计后果，为了一夜暴富而铤而走险。在股市投资方面，我们从开始入门时就在莽莽丛林中，无知地随机跳跃在充满投机陷阱的迷阵之中，残酷的磨炼，惨痛的教训，艰难的摸索，使一少部分人好不容易找到适合自己的价值投资之路，使自己在股票投资中不仅能有效地避免各种投机陷阱，并开始有所收获。但时常仍觉得价值投资来钱太慢，与大量中国式的快速致富神话相比，价值投资无异于股票市场中的勤劳致富方式。勤劳致富的人对于善于投机取巧的部分国人来说并不是学习对象，他们一般会说：他们不会搞，只能赚点儿辛苦钱，你看某某炒房产、某某炒地皮、某某倒项目……赚了大钱。有的甚至对受贿侵占、贪污挥霍等丑恶现象羡慕不已。在股市中，你如果长期持有，他们会说你憨，涨不跑，跌也不跑。如果你买入了蓝筹股，他们会说你傻，这样的股股性不活死不涨等等。如果你还对价值投资理念不够坚定，很可能会受到影响，特别是在你有一只不怎么样的股票，突然大涨，获得不菲的收益之时，你就很容易对价值投资理念怀疑，甚至动摇。你极有可能走回头路，尝试阶段性或部分性的去对价格大幅起伏的股票投机，并自欺欺人的宣称自己是在进行价值投机。这个时候，必须引起高度警觉，应该从以下三个方面反省。

1. 必须清醒地认识一时偶然的暴利不可复制。股市中短期内暴涨一倍、两倍，甚至更多倍的股票一般与题材有关。题材真真假假、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虚虚实实，作为股票市场的普通一员，要想得到真相几乎是不可能的。诸如重组、并购、优质资产注入、新发明专利和新产品投放等，不是局内的人，不是与局内人有利益关联的人，可能对这些连雾里看花都谈不上，更别想瞧得仔仔细细、明明白白了。一次，一个朋友对我说：我才得到最新内部消息，某军工企业要与另一个军工企业重组。我问他：谁说的。他说是医生 A，A 是听 B 说的，B 是 A 的病人，因 B 是军工企业的领导。我问他：A 是 B 的亲爹，还是儿子？他说：不是。我又问他：A 是你的亲爹，还是儿子？他说：不是。我说：那你为啥信他，你信不信这只股票的价格八成在高位？当场打开股票行情系统，果然在消息传播阶段股价已站上了高高的山顶，我的这位朋友一时惊愕不已。如果你真有一只股票因重组、并购等原因短期内暴涨，只能把它当作运气来对待，它没有趋势，它不可复制。不要整天想着去复制这样的机会，也不要有意识地去寻找有这样或那样题材的股票。

2. 必须要有一个正确的心态对待不期而遇的暴利。当人们得到偶然的利益后，很容易产生一些状况，如激动亢奋、盲目自信、认知幻想等。其一是以偏概全，认为一只股票得到暴利，就可以推而广之，每只股票都可能；其二是自信幻觉，认为自己是选股高手，坚信以同样的思路和方法可以不断选出暴利型股票；其三是期望更高，有了一次暴利的甜头，你会下定决心比上一次做得更好，赚得更多，你的行动会变得更加激进。这些将是你的价值投资之路的严重障碍，可以说也是更为危险的陷阱。你可能逐步，甚至一下子会把价值投资理念抛弃，重新回到重峦叠嶂、团团迷雾的投机之中。就像一位投资大师说的：追求股市暴利的投机客，就像一名在暗礁密布水域驾船的船长，无论驾驶水平高低，最终会在其技术无法逾越的礁石上搁浅。美国历史上最有名的股市作手杰西·利弗莫尔在股市翻云覆雨，叱咤风云，几度暴富，几度破产，最终彻底破产，在卫生间里一粒子弹终结了他投机的一生。不过他留下的《股票作手回忆录》却成了一本股票投机的经典之作，并成为股票投资和股票投机专业人士必读之物。价值投资者把偶然的暴利看成是股市对自己价值投资的一种意外奖赏更为客观一些，这也是价值投资者应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的正确心态。

3. 坚信价值投资理念是克服人性弱点的大道之法。巴菲特是价值投资之集大成者。巴菲特老先生投资理念和策略更是对克服人性弱点具有独特的安全防火墙功效。

（1）对于安全空间的苛求，使我们能避免在选股方面由于太随意而犯下致命的错误，安全空间要求越高，我们亏损的概率就越低，盈利的概率和水平就越高。这实际上是要求每一个股票投资者买入股票时（买入别的资产，同理）一定要理性、耐心和谨慎，周密分析和正确判断，克服无知与莽撞。

（2）对于优质企业的追求，可以使我们在众多的上市公司中，高标准、严要求地挑选明星企业，以得到企业长期稳定的发展给我们的股票投资带来长期稳定收益的高确定性。企业的命运决定投资的命运，我们不再为持有劣质的企业股票而失眠、焦虑，不再为企业未来的不确定性而忐忑不安。

（3）对于集中投资的运用，它可以使我们防止单纯为了避免无知产生的风险而采取撒胡椒面似的过度分散投资策略，这样我们不仅可以克服精力分散和分析浅薄的问题，还可以有效提高集中投资所带来的效益。

（4）对于现金为王的强调，实际上是把一个企业在经营续存期内生产的所有折现自由现金流价值放在了价值投资策略的首要位置。它是价值投资者对于企业估值的基础，它为投资者对股票价值的评估提供了一条正确的路径。这就能有效避免大多投资者凭传说、凭感觉、凭猜想、凭价格和凭自己浅薄分析买入股票带来的风险。

（5）对于能力范围的界定，实际上是要求我们根据自身的所知所悉所能，确定自己能发挥自己优势的投资边界，特别是把自己所从事的行业作为能力范围，我们就有比机构分析师、专家教授等专业人士更具有竞争优势。如果你是一个玻璃企业的车间工人，开工的繁重程度就准确反映了行业的繁荣、衰退、萧条和复苏。这样，我们就能避免在陌生的行当，以自己的劣势与该行业具有优势的投资者，进行一场不可能赢得胜利的角逐。

（6）对于长期持股的坚持，是巴菲特式价值投资的核心策略之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一，这个策略可能使我们避免在买卖股票中频繁跳槽、频繁交易产生的易被忽略但却能产生较大金钱损失的摩擦成本，它还可以使我们对于投资机会的选择更加审慎、挑剔，对一般的、平庸的机会是不会感兴趣的，只有遇到绝佳的机会才会重装出发。长期持有优秀企业的股票更重要的是享受复利增值神奇力量的好处。复利通俗地讲就是驴打滚、利滚利，投资界送了它一个浪漫的雅号，叫作滚雪球。据称，巴菲特持股时间为永远（持股最高境界），时机是市场低迷。如果不从大的时间跨度和理念高度看待巴菲特的投资，是不可能理解他投资的精髓的。

我建议大家努力做到，精选 5～10 只股票，持有 10 年以上。我想，只有这样才能在股票投资之路上逾越各种坎坷和险阻。一定牢记：市场中各种诱惑的魔笛声会令你狂乱起舞，目的是让你在心智迷乱时交出血汗钱。远学巴菲特，近学刘元生（长期投资万科的大赢家）。诚实地做一个你所信任公司管理者的合伙人吧，他（她）会让你的财富增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七节

选择企业的五个主要原则

股市起伏无常，股价波动难料。股票价格能在多大程度上代表公司的真实价值呢？买进股票就等于购买了公司的小部分资产，这时你也就成了公司的股东了（无论时间长短），股票价格取决你所购买这项资产的真实价值，而公司真实价值取决于公司盈利能力，更为确切地说是公司创造自由现金流的能力。只有公司的股东所有者权益收益率（另一种叫法为净资产收益率）要大于固定收益类投资（比如国债、企业债券、地方债券和银行存款等）所得，股票才有投资的价值。因为投资股票不确定因素太多，风险也较高，所以股票预期收益应该有一种更高的风险溢价。因此，从价值的角度选择股票应该遵循五个基本原则：市盈率低的原则，市净率低的原则，净资产收益率高的原则，经营历史稳定的原则，管理诚信度高的原则。

1. 市盈率低的原则。市盈率（PE）是每股价格与每股收益之比，它可以说是投资的收回期。如以 10 倍市盈率买入股票，其投资需要 10 年才能收回。市盈率越低，投资回收期就会越短，因而也就越有价值了。不过，上市公司收益是具有较大不确定性的，估值也会在基本价值的基础上变动。人们对不同上市公司未来盈利变动的预期不同，所给予的合理市盈率差别会很大。如公司收益大幅增长，股价也会大幅上涨，在收益快于股价增长时，市盈率也会随之下降；同理，股价会大幅下跌，市盈率也会大幅上升。这种收益变化与股票价格波动之间的倍数效应，美国著名的投资人戴维斯家族称之为“双杀效应”。对于运用投资周期性行业企业的策略，参考市盈率的方法就要进行逆向操作了。在市盈率处于最高时期应该购入，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业正处于周期中最为困难时期。投资周期性行业，要对行业的市场规律有一定的了解，最好是业内人士。投资周期性行业（特别是强周期行业）是一项对策略经验、操作技术要求更高的投资活动，如果不是专业投资者或行业业内人士，最好不碰或少碰为妥。不过，如真能正确理解、运用某一行业周期规律，那么它将是你最赚钱的股票投资策略。

2. 市净率低的原则。市净率（PB）和市盈率（PE）同样重要，这一指标是每股价格与每股净资产之比，是股价与其每股净资产相除的倍数。这个倍数越低越好，按常规和常识理解，以每股净资产价格买入股票（即 1 倍的 PB）是一笔合理的交易，就是一分钱的价格买到了一分钱价值的东西。如果把不同企业每股净资产所创造的自由现金流大小进行考察，1 倍市净率的交易买卖就不一定是一笔划算的生意了，这不过是另外一个话题了。举例来说，2012 年 6 月中旬所有 A 股市场中的银行股的市净率都在 1 倍左右，其中有交通银行、中信银行等 4 家银行的市净率低于了 1 倍的水平。钢铁重工、交通设施、化工造纸等行业也是 A 股市场上低市净率的板块。它们均被市场定位为发展前景有限或盈利水平低于市场平均值的行业。为何银行股被低估了呢？一是市场认为银行目前已是业绩最好的时期，即盈利的顶点，盈利拐点在即，2012 年 6 月 10 日至 7 月 6 日央行在不到一个月时间内两次降低利息已给出了明显的信号，贷款进入降息周期，相应地，银行也要进入盈利增长减缓周期；二是市场担心由于政府平台贷款、沿海中小企业资金链断裂等原因可能出现大量不良贷款，2012 年 12 月下旬，又冒出了影子银行规模达 30 万亿元或成定时炸弹风险的市场担忧；三是存贷利率市场化改革，银行利差将大幅收窄，两次存贷款不对称降息已见端倪；四是欧洲债务危机可能影响中国的金融安全等。国外市场对银行股票的估价一般采用市净率，认为 1.5 倍以下买入就算是合理价格。国外银行，特别是欧美银行的资产结构与中国的银行有较大差异，认为 1.5 倍市净率的合理性适不适合中国的银行，是一个值得分析研究的课题。

从上面的表述看，采用市净率投资的策略要具体问题具体分析，切忌生搬硬套，不同行业市场给出的平均市净率是不一样的，这与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率的特征是一样的。传统行业或夕阳行业企业的市净率一般要低一些，新兴行业或高增长行业市净率一般要高一些。大型公司一般要低一些，小型公司一般会高一些。具有高核心竞争力的公司市净率要高得多，不具备核心竞争力的公司肯定会低得多。如贵州茅台市场可以给出 9 倍的市净率，而同质化严重的银行虽然靠利差大幅盈利，市场还是吝啬地只给予 1 倍左右的市净率。还有一种情况是，就是同一行业的企业之间市净率差别也是较大的，除经营能力外，还要看企业总资产构成的个体差异，资产构成不一样或差别较大，公司每股净资产含量就大不一致，反映在 A 股市场市净率上就有高有低了。按低市净率的选股投资策略，虽然存在一些行业、企业的特殊性和差异性，但在诸多标准条件差不多的情况下，从相同行业和相似企业中选择相对低市净率的企业投资仍然是一种理性的投资习惯，也是一种大概率获得收益的优选方案。

3. 净资产收益率高的原则。净资产收益率是公司净利润与净资产之比。它是反映公司资产盈利能力的主要指标。投资股市如要取得高于市场平均收益，就要以合理的价格购入盈利增长高于市场平均水平的行业企业股票。

利润的增长分外延式增长和内涵式增长。利润外延式增长主要是指企业依靠扩大投资、扩大规模和扩大产能实现盈利总额的增长；利润内涵式增长主要是指企业依靠内部挖掘潜力、收益再投资和产品提价等内生性原因取得的利润增长。不同行业由于资产结构的不同，行业平均净资产收益率是不一样的。如银行业经营存在 19 倍左右的负债杠杆，因此这个行业的净资产收益率普遍比较高，一般在 20%左右（2011 年度）。另一个极端就是重资产型的钢铁行业普遍存在净资产收益率低下的情况。

净资产收益率还与一个反映竞争力的财务指标毛利率有着同向的关系，一般情况下毛利率高的行业或企业净资产收益率也高。像贵州茅台毛利率高达 91%（2011 年），其净资产收益率也随之高达 35%，成为 A 股公司中资产使用效率最高的企业。从历史考察看，一个企业如果能长期（10 年为限）毛利率能保持在 30%以上，净资产收益率保持 15%以上，那么，这家企业就是具有强大竞争力的企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业。如果能以合理的价格买入这样企业的股票，则将会取得高于市场平均水平的收益率。

4. 经营历史稳定的原则。我个人认为，一个企业在5～10年的时期内，利润没有负增长的记录就足够了。为什么要考察公司5～10年的利润稳定增长史呢？因为在A股市场上有太多的包括上市公司在内的利益集团，他们相互勾结，不择手段巧取豪夺。最常见最卑劣的手段就是在财务盈利方面做手脚。在不同的市场环境中，编造不同的利润及相关数据，诱导或直接操纵市场，使公司股价上下产生巨大的波动有利于利益集团获利。如有的公司连续两三年利润大幅增长，股价被大幅炒高，而后随着股价下跌，公司利润开始大跳水。按会计界的一般说法，利润作假假不过3年。所以，只有连续5～10年考察企业盈利水平，取其平均值才有参考价值。如果与平均值出入不大，就可以认为这是一家经营历史比较稳定的公司。这样，才有进一步做投资研究的必要。

如果一定时期内净利润的增长率幅度较大，主要有以下几种原因：一是多年积累的收益集中进行再投资，规模效应使得净利润快速释放；二是企业经营管理水平提高或上游原材料及人力费用下降等，成本得到有效压缩；三是行业景气度回升，使得公司从低收益向高收益转变，但资产收益率达到行业繁荣水平后，就难以再大幅度上升了；四是营业外偶然性收益大增；五是相关投资产生收益。

分析上述五种情况外，还应该统计分析公司过去5～10年的净利润增长率，计算出5～10年净利润平均增长率，就可以推算出公司未来的大概增长率。这种统计计算虽然达不到精确的程度，但它可是预测企业未来成长性的唯一路径。

5. 管理诚信度高的原则。这条原则好理解，特别是在中国目前倡导诚信的环境下，一个以盈利为目的的企业如果能做到对股东、对客户、对社会诚信的话，这将是一家伟大的公司。虽然是在一个视诚信为稀罕之物的国度，但讲诚信的企业还是较多的，不过不是有很多。

诚信企业起码应该具备几点诚信的标准。我认为，一是企业管理层要有起码的信托责任。这就是中国的老古话所言：受人之托，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠人之事。要对大小股东诚信负责，要努力经营使股东利益最大化；二是没有不良记录（上市公司有据可查），这主要是反映在证券法规和公司法规层面的问题；三是没有所谓灰色地带的问题。这个就是指在中国经常遇到的所谓合法而不合理的问题，如高管高额的薪金报酬、巧取的股票期权、高价注入垃圾资产、置出优质资产、高昂奢侈的职务消费和不分公私的职务占有占用等；四是长期平均股价远远高于市场平均价格。长期保持较高的股票价格，是股票市场对于一个企业管理团队诚信可靠品质和超强经营能力的充分肯定。因此，这个原则也就具有了较高的参考价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八节
把优秀企业当成老朋友

如果有一天，有很多人对你说，你的老朋友某某某干了啥坏事出事了，基于你对朋友长期的了解，你完全可以断定你的朋友绝对不可能干出人们所说的坏事，你甚至不用打电话找他本人核实，更不会弃他而去。事实证明，你对朋友的信任是对的，对于老朋友的不弃不离你也会得到朋友相同的回报。

在股市上，我常常把优秀的企业喻为老朋友。然而，我们的股票市场，每天都在发生背叛老朋友的故事。一个企业十几年连年利润正增长，从未受过市场遣责，而仅仅因为暂时的经营调整或利润增长稍微减速了一些，甚至是猜测以后会变慢或行业景气见顶，就会引发疯狂地抛盘，导致股票价格非理性大跌。“老朋友”转眼之间变成了避之不及的“大坏蛋”了。

贵州茅台、招商银行、云南白药、东阿阿胶、苏宁电器等优秀企业，在顺境时都是三千宠爱集一身，基金、机构、QFLL、私募等扎堆买入、持有股票。稍遇逆境甚至臆想就会减持抛盘、最后门庭冷落车马稀。君不见，2010 年 5 月一纸禁止酒驾规定和谣传赤水河水可能干枯断流，竟使贵州茅台这只中国最优秀企业的股价深跌 30%以上，就连标榜价值投资的一些明星基金也悉数跑掉。同样，对不良贷款和降息环境等问题的担忧，中国最优秀的银行招商银行一下子在市场眼里再也不优秀了，股价跌幅居银行前列，逼近 2008 年次贷危机时的最低点，市盈率 5 倍不到，市净率接近 1，离破净只有一步之遥了。东阿阿胶因涨价过猛（2011 年提价达 60%），投资者猜测可能会影响销量，结果，股价近一年下跌 30%以上。苏宁电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

器从 2004 年 7 月上市到 2007 年 9 月曾给投资者带来了 42 倍多的巨额财富，可一旦公司要做经营上的调整（加大由电器连锁向大电商转型力度），机构、基金等立马翻脸，不计血本抛售。就是在大股东张近东先生与战略伙伴弘毅投资（隶属联想集团）在股价 8 元多时仍以 12 元多一股增发之后，机构、基金等仍不惜大亏夺路逃亡，把股价砸到 6 元以下，市盈率降低到 12 倍以下。其实，公司仍然是原来那支经过长期市场激烈竞争洗礼过的优秀管理团队，只是转型期 2012 年一、二、三季度净利润比同期下降 30%以上，但三季度末盈利仍达近 24 亿元的绝对额，货币资金高达 254 亿元，销售收入仍是正增长，这说明公司经营和财务还是比较稳健的。苏宁电器 2004 年 7 月上市以来，净利润增长年均在 30%以上，并在市场白热化竞争中，一路过关斩将，战胜多个对手，最后强大的国美电器也被它抛到身后。我们有理由相信 2012 年以后的苏宁，在大电商的角逐中，苏宁易购在物流优势、实体网店优势、后台优势和管理优势的作用下，一定会取得优异的战绩，成为执中国电商界的牛耳者。雄鹰有时比鸡飞得低，但鸡永远也飞不到雄鹰的高度。这是我对苏宁公司的评价。

对一个 10 年的老朋友是完全可以信赖的，不管风吹草动，还是狂风巨浪，都能做到不弃不离。对于一个连续 10 年以上都表现上乘的优秀企业，为什么竟在稍有疑惑或稍微不利时就绝情而去呢？一则是买入的初衷就是投机一把；二则是对企业真正价值了解不深；三则是因恐惧产生羊群效应。按照商业逻辑在优秀企业表现不佳或被偏见误解导致股价大幅下跌之时，应该是加码增持优秀企业的良机。以合理的价格投资于长期表现优秀的企业，是股票投资成功的正确策略，可观的投资盈利将来自于对老朋友（优秀企业）的愚忠。与老朋友合作踏实，投资优秀企业放心，这也应该是一个千古不变的公理吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九节
价值投资的六个难点

价值投资是一项知易行难的股票投资方法。因此，一般人会片面地认为价值投资就是不论时间时机、不论股价高低随意买入优秀企业股票，长期持有就可以万事大吉了。其实，价值投资并不简单，有些疑惑性的问题至今仍无固定模式的答案，有些人性弱点方面的问题需要毅力去克服，有些纪律方面的问题需要严格去遵守，有些技能方面的问题需要学习实践才能掌握，等等。本人多年实践，觉得主要有六个难点问题要妥善解决。

1. 企业估值的艺术性。价值投资说起来很简单，就是当股票价格下跌到内在价值以下，具有充分的安全空间后买入，反之亦然。也就是说，正确处理股价与估值的关系，就能稳定赚钱。

股价是明摆着的，勿需多说。股票内在价值，也可以说是企业估值却是一道没有标准答案的数学题。

如果是运用公司净值清算法，它简单得只需用上加、减、乘、除四则运算。但它所要求的折价比例标准的大小因人而异，不会有一个精准的数值或比例。

如果用股价与每股净资产的比率越低越好作为答案的话，则充其量也只是一个宽泛的模糊结论罢了，其安全空间就是一个很大的区间（市净率 PB）0～1 之间。

如果是运用公司自由现金流估值法，折现率、增长率、年限三个变量的使用，只要有微小的变化，其估值区间结果就会产生较大的偏差，这个偏差足以使你做出错误的投资决策。

这三个变量的采用带有浓厚的人为色彩，因人的综合素质不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所采信的变量数值也是不同的，因而，对于企业的估值不同的人就有了不同的区间结果。有的人估值区间接近企业内值，有的人估值区间却与企业内值相去甚远。因此，这里可以说企业估值是因人而异的一种定性与定量相结合的企业估值艺术。

越是有经验的人，越是保守的人，越是采用稳定企业的人，其估值的区间相对企业内在价值就越合理。作为中国的有志践行价值投资理念的人，只有通过不断地摸索实践，才能不断提高完善，才能不断取得较好估值成效。

再就是企业内在价值是一个动态数值区间，如自由现金流法估值，采用的企业自由现金流每年都在发生变化，估值时也需要适时进行合理调整。

2. 长期持股的坚定性。这个问题对于一个刚买入股票就被流放到荒岛上服刑 10 年或 20 年的囚徒来说容易做到，但对于每天都要接触社会经济环境的人是不容易做到的。市场的狂热与恐惧，资讯的泛滥与蛊惑，股价的暴涨与暴跌等等市场杂音会不断考验你的心理承受底线。因而你会不停地买入或卖出，不停地从这只股票跳到那只股票上，一次又一次地通过这种方式缓解或释放股票上涨或下跌的心理压力。这种股市投资方式如果只计算单纯的交易摩擦损失（交易佣金、印花税）就是一笔足以使你亏损的费用。很多人在听长期持股好处的案例授课时，信誓旦旦要做到持股一年、两年、三年……可是股市出现稍微大一点儿的波动时，他们就会旧态萌发，依然故我，毫无长进。

巴菲特说："一般投资者为什么会失败，其原因一是试图战胜市场；二是在股票代码之间跳槽太快。"要做到长期投资，就要对你投资的标的有足够的信心，而足够的信心来源于你对企业的理解，特别是对安全空间的追求。安全空间越大，你的信心就会越大，那么你才有可能长期耐心持股到股票价格回归内在价值的那一时期。

3. 价值投资的纯洁性。在这里，运用"纯洁性"一词与政治无关、与社会无关、与宗教无关，只与"炒股"方法有关（玩笑了）。价值投资的纯洁性指的是价值投资方法与技术方法的运用要严格分开，不可混合使用。这里主要是指与各种投机方法的严格区别，价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资与各种投机方法具有本质的不同。如果既想坚持价值投资又想利用投机方法捞一把，那这就是有些人，甚至是一些自称价值投资专家的人，把这种投机行为诡辩为“价值投机”了。

从一些经典的价值投资理论看，价值投资与价格投机就像白昼与黑夜一样分明。一是盈利模式不一样。价值投资靠的就是安全空间充分和企业价值增长而稳定获利，价格投机主要是试图通过股票价格上下波动快速获利；二是分析依据不一样。价值投资是以企业基本面为主要依据，价格投机是以股票价格波动为主要依据；三是追求目标不一样。价值投资是以保值保本、获得满意回报为主要目标，而价格投机是以快速获得暴利为主要目标；四是持股时间不一样。价值投资持股时间以中长期为主，而价格投机持股时间以快进快出为主。

基于二者的盈利模式、追求目标、分析依据、持股时间等方面明显的不同，所以试图将二者折中或二者混合运用，进行所谓的“价值投机”将是一种徒劳之举，也是一种有害之举，它会无端地对价值投资策略造成干扰，更会在投资的道路上多走弯路，浪费价值投资宝贵的时间价值（复利效应）。

坚定不移，一心一意地笃信价值投资理念，运用价值投资策略，采取价值投资方法是每一个价值投资者应有的信念、品质和素质，这也是一般散户投资者走向股票投资理财成功的正确途径。

4. 投资边界的严格性。当今世界，投资领域之多，投资品类之杂，可以说前所未有。近几年，甚至连大蒜、生姜、绿豆、白糖等农产品都被赋予了金融属性，将其价格炒上了天，被中国人戏称为：蒜（算）你狠、姜（将）你军、豆（逗）你玩和糖（唐）高宗等。还有邮票、钻石、古董、玉器、乌木、红木家具、字画、普洱茶、兰花、冬虫夏草，等等，投资品种多如牛毛。一个人的精力、素质是不可能涉足多个领域、多个品类的投资的。中国传统的生意经就有一条严格的戒训：不熟不做。这个可以解释为根据自己能力，做看得懂的生意。这是一个投资边界的问题，其主要目的就是在于避免由于看不懂所潜伏的投资风险。

此处主要是讲在股票这个投资领域，如何限定或确定自己投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的行业、地区或板块。本人认为，作为价值投资者深入探讨行业板块是有很重要意义的。

目前，股市行情系统所罗列的行业板块有50多个，对于无论从精力经验方面看，还是从资金额度方面看，一个散户投资者不可能50多个行业板块都涉足。我认为，根据自己的知识结构、从事专业、兴趣爱好等确定3～5个行业，在其中投资5～10只股票就足够了。

然而，在投资实践中自觉或不自觉地会越过投资边界，当然有更多的人从来就没有设置过投资边界。这是比较危险的，因为在一个不属于自己领地里投资，你就没有任何投资竞争优势，没有在自己有优势的行业企业进行股票投资，取得成功的概率几乎等于零。从这一点看，严格地限定自己的股票投资边界，实际上是在自己有竞争优势的范围内，与其他不具备优势的投资者竞争，此时此地你的投资胜算就要大得多。因此在这里可以说，严格的边界就是竞争力、胜算率的重要保障。

5. 投资组合的集中性。这条原则适用于费雪、巴菲特式的价值投资策略。现代投资组合的核心就是风险分散化，即不要把鸡蛋放在一个篮子里。比如指数基金就是一个较大的分散性组合，但它所得到的收益一般也是与大盘的平均水平相当。要想取得优于大盘的投资成效，集中投资是不可或缺的。集中投资并不是纯粹只投一两只股票（如有绝对把握又何尝不可呢?)，是指将全部资金的大部分投资于少数几只股票，其他少部分资金做适当的分散投资（这个是动态的，可作观察跟踪之用)，这样既能有效控制风险，又可有效提高投资收益。散户投资者一般会将所有的钱投在一两只股票上，股价一涨他就跑，美其名曰落袋为安。股价一跌他也跑了，美其名曰及时止损。如果跌幅太大套死就死扛，自我解嘲为长期持有，要做中国的“巴菲特”，实际上是在等待“救星”（牛市）来解救。这个不叫集中投资，是一种不折不扣的押宝赌博投机。投资组合的集中性要领就是集中大部分资金投资几只明星企业长期持有，剩下的小部分可以是现钱，也可以是股票。这样既能避免未来不确定风险，又能取得超过市场平均收益率，同时，可以享受长期的复利奖赏。

6. 遴选公司的苛刻性。价值投资对于投资标的企业选择是因采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取的策略不同而不同。如格雷厄姆式的“烟蒂”策略，就是选择股票价格低于每股清算价值以下，最好是1/2甚至1/3以下，或者是低于营运资本（银行股除外）的企业，企业不管好坏，但要考虑适当的分散化，等待股价回归每股账面净值附近或以上后卖出。如果股价三年仍未回归价值也会毫不犹豫地清除卖掉。这一条在A股市场的2012年不适用，大量的市净率低于1的股票，三年多来，不仅未能价值回归，反而是股价越跌越深，与企业账面净值差额越来越大。按格雷厄姆的说法，都要清仓了。一种就是企业有较大的隐藏价值资产，如参与重组或收购，以此激发企业隐含价值，从而获利。就像格雷厄姆当年入住美国政府雇员保险公司，并力推上市，激发公司隐含的巨大价值，公司股价果然一飞冲天，对格雷厄姆的成功投资起到了举足轻重的作用。这种策略只有专业投资人士或专业机构做得到。再一种就是对于优秀企业的选择，这是每一个散户投资者都可以做到的。因为优秀的企业都是明摆着的，也就是股市中被称之为“白马”的股票，只要你以合理的价格买入，然后长期持有，就能得到合理的投资回报。

本人认为，优秀企业的标准应该是：一是有核心竞争力，品牌价值高，有巨大的商誉溢价；二是毛利率30%以上，净资产收益率15%以上；三是负债率40%以下；四是主营业务突出，净利润保持15%以上增速5年以上；五是经营净现金流保持5年以上稳定增长；六是公司管理层能干、诚实，无不良记录；七是10年内仍能保持现有的行业龙头地位。当然，还有许多高标准。但只要能严格按这七条标准去选择企业，还是可以稳定盈利的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十节 巴式价值投资四大疑惑

巴菲特曾说，我的投资“血统”中80%是格雷厄姆，20%是费雪。格雷厄姆式投资策略前面已有所涉及，这里不再赘述。费式投资策略主要是集中对稳定增长的优秀企业做长期投资，他对诸如德州仪器、摩托罗拉等优秀企业的股票投资取得巨大成功。

在巴菲特股票投资后期，从伯克希尔·哈撒韦公司的股票投资组合看，应该说巴菲特老先生的投资80%是费雪，20%是格雷厄姆。从这里可以看出巴菲特是两种价值投资策略之集大成者。在此称它为巴菲特式的价值投资策略，其核心是以合理的价格买入优秀企业的股票（安全空间的另一种形式）。

巴菲特式价值投资策略有三个特点：一是挑选优秀的明星企业；二是长期持有。巴菲特曾说过：不想持有10年，连10分钟也不要去持有。三是集中投资。把资金集中到极少数几家优秀成长企业上。这三条能同时做到的人可以说是为数不多、甚为稀少，除了个人综合素质之外，在中国A股市场上还存在四个方面的客观问题：

1. 持续拥有大量现金的可能性。一般的投资者、公募私募基金等，在股票投资中一般不会有持续不断的现金投入。这主要是，一则投资总额是个固定数；二则投资的频率太快或批次太少，一般不会等到股市真正的底部（也无法知道哪里才是真正的底部）手中的现金就会悉数变成股票。如果股市进一步下跌，你只有干瞪眼的份儿，出现再好的机会你也无能为力。

但巴菲特不同，除了他高超的投资技巧和判断极端情况的经验外，他旗下以盖可保险公司为龙头的众多保险公司，每天都源源不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断地给他贡献着接近零成本的保险浮存金。巴菲特曾对他手下的CEO说：你们手中的留存现金如果不能保证15%以上的再投资收益，那么请把现金上交到伯克希尔·哈撒韦公司（大意如此）。因此，特别是处于股市熊市时，他轻易就会手握几百亿美元的现金也就不奇怪了。这样他可以在他想要的任何时间买入股票或进行其他投资，随着股票下跌他会不断加码，庞大的资金实力足以让他加码到股价上涨。手中不断流入的现金是熊市投资降低成本、大幅提升投资收益的唯一利器。

2. 牛熊极端市场情况判断的差异性。价值投资者虽然不预测短期市场的走势，但对长期的市场趋势还是要做经验性的判断的。比如，牛市狂热时期他们会判断接下来股市肯定会出现大幅下跌。熊市极寒时期他们会判断接下来股市肯定会出现大幅上涨。巴菲特的经典语录是：“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。”这实际上是对股票市场极端情况正确判断的经验之谈。

巴菲特从11岁起就开始接触股票，其父亲既是共和党国会议员，又是股票经纪行老板。他经历了20世纪30年代初的经济大萧条，40年代的二次世界大战及战后世界经济秩序的重建，60年代的各种冷战危机及以后我们所熟悉的各种危机和机会。他在资本市场丰富的资历和阅历，使得他对大众的贪婪和恐惧程度的认识比我们都要深刻、准确。

对于只有区区20多年资本市场经历的中国大陆投资者来说，对于股票市场的研究、分析、判断必然存在着无法跨越的历史局限性。虽然西方股份制经济存在600多年了，美国股市存在200多年了，可以多做借鉴，尽量少走弯路，但比起在资本市场有众多亲身经历的国家、集团或个人来说，我们目前无法达到他们在资本市场（包括股票市场）的累世之功。欧美产生的大量国际性著名跨国公司和大量世界级投资大师充分证明了这种差距的存在。

3. 自由现金流的不确定性。一鸟在手，胜过二鸟在林。对于长期投资优秀成长公司就像是看林买鸟，10年内林子能产生多少只小鸟（折现后的自由现金流）？这一点存在巨大的不确定性。

如果真要根据现有的企业自由现金流来计算企业续存期的价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要选择一个保守的现金折现率，还要有根据地保守地确定一个企业成长的速率（自由现金流的增长率）。这两个变量的取舍主观成分大，尽管可以用长期平均数据和最保守的折现率，毕竟都是依附时间的变量，依据时间的变量计算，其结果都会出现较大的出入。

是不是就没有办法了呢？不是。如果我们只想要一个相对靠谱儿的大概结果还是可以有所作为的。一是选择长期稳定经营的优秀企业，即 10 年以上利润未有负增长的记录。企业长期经营的历史表现是长期投资唯一可遵循的路径，投资长期稳定增长的优秀企业是巴式价值投资的基石所在；二是选择企业 5～10 年自由现金流的平均增长率；三是选择一个保守的折现率。做了这些工作并不等于完事大吉了，对于计算的估值区间值与公司现有股票市值进行比较，根据经济发展和市场容量等问一问：10 年内这个企业能达到这个估值吗？要达到这个估值所销售的产品市场能容纳下吗？等等，总之要多做一些合理性的自我盘问。

对于显然违背常识的估值绝不能作为参考依据。比如：一家汽车配件公司的估值超过了一家全国性银行的市值。一家扑克生产企业的估值超过了一家全国性的房地产开发公司的市值等。

巴菲特常常把自由现金流挂在嘴边，但从未有人，包括伯克希尔·哈撒韦公司的副董事长查理·芒格也从未见他计算过。但这并不等于他不计算，他高超的财务技能、丰富的估值经验，足以使他通过心算就可以得出一个大概结果。那他为何不愿公布或谈及企业估值呢？因为他与芒格之间就某项估值也会产生一定的差异，何况是他人呢？从这一方面看，对于企业的估值确实存在较大的复杂性、差异性，这也是巴式价值投资者最不得要领的地方。

4. 衡量巴式价值投资业绩的困惑。任何投资业绩的检验都是以赚钱多少来衡量的。投资实体企业是以产品盈利来计算，投资股票的效益是以企业股息分红和股市定价来计算的。只要股票不卖这个投资业绩值就一直处于动态变化之中。说白了是市场好坏决定投资效益好坏，特别是短期效益更是如此。

如果没有外界对于投资业绩的压力，像巴菲特对于自己投资（收购企业、并购套利、低吸高抛等买卖股票投资）业绩是以伯克希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔·哈撒韦公司的股东所有者权益的增加多少为检验标准来衡量的，而不是股市对其投资组合的动态定价。但外界仍乐意用伯克希尔·哈撒韦的股票价格高低来谈论巴菲特老先生的成败得失。

如果外界和自己对于股票投资业绩有压力，特别是对短期效益的追逐，就不得不完全依据市场的股票定价来证明投资效益了。靠股市短期的涨跌取得的成效一般不易得到有效的筑固。靠企业内生性长期成长所得到的，市场不断给予高于初始价格的价格，来证明投资业绩一般不易做到，尤其是在优秀企业的成长与其股价不一致时，有时存在两三年，甚至四五年等，客户没有耐心、本人也可能没有耐心等待股市定价符合企业的内在价值。是股票型基金肯定会被大量赎回，是合伙投资公司肯定会遭遇撤资。

估值是以公司的财务数据为考量，而考核投资成绩又采用市场定价，这实际是有背商业逻辑的，是人们认知上的一个悖论。就像大米降价人们哄抢，股票降价遭人抛售一样没有道理。巴菲特老先生对于自己股票投资业绩非市场价格的检验方法才是符合商业逻辑的，否则就会出现这样一个很现实的问题。如果在 2009 年上半年以 13 元买入招商银行（600036）的股票，虽然它前十几年表现优秀，净利润一直保持 25%以上的增长，2009 年至 2012 年二季度仍然保持 25%以上的增速增长，但它的股价却在这 3 年中下降到 10 元左右，2012 年 8 月其市盈率（PE）创纪录的下降至 4.5 倍。如果你是一个投资（基金）公司的经理长期持有这样股票的组合，试想你能继续干下去吗？早就由于大比例的赎回或撤资被迫走人了。

因此，要坚持巴式的股票投资策略，必须要有三个前提条件：一是业绩考核不能看短期，一般应该看到 3 年以后；二是不能有业绩排名、职务升降、赎回撤资等方面的压力；三是对于投资企业要有信心，对巴式的投资策略要有信心。但实现这三个前提条件，只有取得客户和老板对于巴式价值投资策略的认可，才能避免业绩排名、职务升降、赎回撤资等外在压力对于投资的干扰。如果你是投资公司老板，又是出资人，又是 CEO，那就大可放心地践行 100%的巴式价值投资策略了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一节
两种投资方法“止损”的区别

止损是指当股市投资出现亏损达到了预定数额或比例时，及时交易清仓退出，把风险损失控制在可承受的范围内的一种交易行为。没有使用财务杠杆时，就是单向卖出发生亏损的股票。使用财务杠杆时（这里是指融资融券），如是融资就是卖出股票还款，如是融券就是买入股票还券。技术派投机买入（卖出）时就已在准备下跌（或上涨）的某个标准位置安装了一根“保险丝”，只要触及这个标准，他们就会没有理由、没有客观、没有道理、没有商量、不问青红皂白立马执行卖出（或买入）指令。有了计算机后，这种止损行为更加便捷、更加随意、更加疯狂，大批量、大金额、大群体一窝蜂式的采取电脑止损程序化。更令人不可思议的是，很多时候大家把止损的标准设置集中于一个接近的区域内，以至于某只个股、某种指数当上涨或下跌到某个技术性点位区域，就会产生雪崩效应。如 2010 年 5 月 6 日下午，纽约股市道琼斯工业指数在 20 多分钟内暴跌约 1000 点，之后又大幅回升。这一事件堪称华尔街历史上波动最为剧烈的 20 分钟，被市场称为“闪电暴跌”，对全球金融市场造成了直接影响。为避免出现类似事情，监管机构对事件起因进行联合调查，并出台被称为“熔断机制”的新规则。美国证券交易委员会和商品期货交易委员会 2010 年 10 月 1 日发布调查报告称，美国股市在 5 月 6 日下午发生的“闪电暴跌”是由于一家交易公司在市场饱受压力时，交易电脑自动执行了卖出指令，其幕后元凶就是群体性大规模电脑程序止损交易行为。我们可以想象一下，巨量的交易单，巨大的交易额，在同一个交易时段价格区间触发，该是一件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多么恐怖的事件，同时也是一件多么荒唐的事情。不幸的是，这确实是资本市场每年、每月、每天都在发生的真实事情。不同的只是严重程度不同罢了。

技术派操作策略中为什么非得有止损之举不可呢？根子在于其操作的依据就是图表形态，只要符合技术标准，如均线金叉或死叉、K 线启明星或黄昏十字星、箱体震荡突破、支撑线压力线，等等。更奇怪的是出现诸多软件公司出售所谓技术交易系统，在 K 线上标明了买入卖出的信号标识，有的甚至直接简化为“红进绿出”颜色信号，就像交通信号灯一样，绿灯行红灯停。只要技术信号出现，股价再高也可以买入，这种仅仅靠观察不靠谱儿的技术所支撑的买入，当然不会有信心支撑，所以就需要用止损这个“溶断”手段为不靠谱儿的买入可能产生的风险来纠错买单。因此，你会经常听到或看到众多所谓的投资专家、股票分析师和著名股评家等的大力推荐：这只股票各种技术形态表明后市必然大涨，这只股票前期虽然涨幅很大，但仍可在目前价位介入，技术上看高一线，目标价为××元。如果这只股票不涨反跌，如大盘下跌，他会说这是系统性调整。如大盘上涨，他会找公司利空原因。如利空原因也没有，你猜他会说什么来着：由于前期该股票涨幅较大，有技术性回调要求。他接着还会说：这只股票在××元附近有强大支撑，如不破××元就会出现技术性强烈反弹。如跌破××元大关，就会出现技术性杀跌，所以大家切记在破××元时及时止损，离场观望为佳。奇怪吧?！高买低卖，追涨杀跌，处处违背现实生活常识的行为模式，而技术投机者们却亦步亦趋，奉若天条。

价值投资者买入股票是以公司基本面为依据，慎重评估其价值，并在出现足够安全空间时才出手买入。如果股票继续下跌，也就说明安全空间越来越大，这时不是止损卖出，而是要越跌越要买入（当然手中要有现金的话，多数情况下是有勇气而无弹药了）。因为，同样已打半折的东西仍会越来越便宜。从这一点看出止损并不是价值投资策略中的必备选项，也只有在三种情况下才偶尔使用一下“止损”措施：一是买入股票基本面恶化；二是买入决策出现失误；三是出现更有吸引力的股票标的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止损在技术派与价值派中扮演的角色不一样，一个是止损策略，一个是“止损”措施；技术派与价值派使用止损频率不一样，一个是每单必设，一个是偶尔；两者止损依据的标准和内容不一样，一个是以损失幅度为依据，一个是以基本面为依据。

技术派止损策略所对应的还有一个怪招就是“止盈”策略，原理与设置止损标准原理一样。一个合理的止损止盈标准的设置非常困难（标准完全属于主观判断），涨跌幅度比例定得过小，就会出现频繁进出，经常止损止盈，涨跌幅度比例定得过大，就会缺乏操作性，失去控制损益的意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二节 好股票好价格才是好投资

顾名思义，好股票就是好公司所发行的股票，好公司就是业绩优良的公司。好价格当然不是过高价格（相对价值），二级市场主要针对价值投资者而言，股票的好价格就是低廉的股价，相对于价值具有较充分的安全空间的价格。好股票好价格在这里就可描述为业绩优良公司的股票以低于其价值较大幅度的价格在股市中交易。这是价值投资者在股票交易市场苦苦寻找的好机会。反过来说，好股票在正常时期里往往在市场上出现的是坏价格，这里的坏价格指的是高于股票价值的价格。在股市疯狂高涨时期可以说所有股票的交易价格基本都成了坏价格。这时的好股票更会出现坏价格，特别是高成长股、高预期股（包括涨价、紧缺等因素），股票市盈率（PE）变成了“市梦率”，许多股票高达百倍以上也不足为奇。此时，好股票好价格踪影难寻，无论好股票还是坏股票都变成了坏价格。很多股票如果投资，则需要上百年才能收回投资资本。

再说说坏股票好价格的问题。在A股市场，一般指亏损公司股票、利润快速下滑公司股票、有严重管理问题的股票等。这里就要区别分析，分别对待。如对亏损和利润下滑的公司要看是长期亏损或下滑，还是短期亏损或下滑。是必然的或是主要因素引起的，还是偶然的或是次要因素引起的。是周期因素造成的，还是非周性因素造成的。周期性行业的股票，在行业不景气时期利润下滑非常厉害，甚至大面积大幅度亏损。股价大幅度下跌，净利润也在大幅度下滑，公司股票市盈率仍可能非常高（净利润下降速度快于股价，反之PE可能变低）。通过相关估值方法估算，这时的坏股票可能就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有了很好的价格。除了周期性公司出现坏股票好价格外，市场还有诸如有大量隐含资产的企业，因次要因素影响很可能会出现坏股票好价格的情况。要采取坏股票好价格投资策略，可能需要更高的专业知识和股市操作经验。

在股票市场投资建立好股票好价格、好股票坏价格、坏股票好价格、坏股票坏价格等概念非常重要，有利于我们自觉地、自然地运用判断股票价值与价格关系的工具，引导我们树立正确的投资理念、采取正确的分析思路和运用正确的操作策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三节 回避新股危险陷阱

当今 A 股市场上可以这样肯定地说，炒新股完全是一种投机行为。IPO 动辄七八十倍市盈率（PE），甚至上百倍的市盈率（PE），但机构、基金、私募等并不介意，仍乐此不疲、趋之若鹜地参加路演询价、网上网下申购（散户也能参加），新股在网上网下发行过程中就已经产生了大量的泡沫。为了能在认购泡沫股价上大赚一笔，只有靠新股在二级市场上市时爆炒，形成更大的泡沫。因为，新股搏傻的必然结果是：最后一批傻瓜必定是二级市场上的男男女女。这批傻瓜是些什么人呢？当然绝大多数是散户，他们会在各种利益集团及代理人对新股的各种概念及前景大肆鼓吹引诱下，在新股价格高高在上时贸然买入后，焦急等待下一个傻瓜快点儿接盘，然后获利出场。甚至在特别的一段时期，股市出现了一片新股不败的蛊惑之声。该不该参加新股炒作，一般的 IPO 到底品质又如何呢？

1. 新股泡沫远大于老股。新股申请上市前要进行一番股本结构的改造，以符合监管机关对上市公司中社会公众股占比的要求，这时就会出现诸如：国家股、法人股和社会公众股等。如果原来是一家纯私有企业，经过股本改造后，就会有很多股东持有该企业的股票。私有企业为什么会增资扩股改造，把部分所有权让渡出去呢？为什么机构、私募和特殊自然人等又愿意出钱参加扩股呢？为什么企业不愿意在熊市申请 IPO 呢？对于机构、私募和特殊自然人等参加一个并不理想企业（很多企业上市一个季度，财务就出现大变脸）的增资扩股计划不是不明智吗？我要反问的一句话就是上述的答案：如果没有股票二级市场他们会干吗？二级市场，特别是二级市场中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的中小板块和创业板块就是一个新股高投机市场，是一个新股博傻的市场。无论发行价多高，还是市盈率有多高，基本上逃不出“逢新必炒”的魔咒，可谓是钱多人傻。这当然是代表各方利益的企业大股东乐意见到的，这些人是新股上市的最大赢家。10 多倍、数十倍，乃至百倍的收益，比贩毒的利润还高。但对于不可能搞到原始股的大量散户来说，向来就充当着新股泡沫的“冤大头”。因此，要充分认识有些新股原始股股东们的贪婪本性和自身毫无优势的博弈结果的危害性。远离新股炒作，比新股机会多的地方还是容易找到的，风险相对而言也要小得多。

2. 新股陷阱远多于老股。新股上市前大多对自身的财务状况进行过或多或少的修饰，有的甚至严重的弄虚作假，这是一般的散户不容易弄明白的。新股不像老股，老股上市时间长了，企业品质好、一般、差基本上能从长期的股价表现上看出来，其市场表现情况也是基本的记录在案，坏记录也一般有据可查。企业与人一样，长期来讲，品质好的人一般情况下不容易变坏，而品质坏的人一般情况下也不容易变好。这个比喻的意思，是对新股中的好坏企业，作为散户其识别的难度要远远大于上市的老企业。一般情况下，财务作假最多也只能管个三年左右，只要上市三年以上的公司都会回归本相，清者自清，浊者自浊。正是新股好坏鉴别的难度太大的原故，参与二级市场的新股炒作踩响“地雷”的概率肯定比参与老股票高得多。

3. IPO 时机不利炒新股。从 IPO 时机的逻辑推理判断也是不利于二级市场的股票投资者。企业的股东利益集团（主要是指原始股东、IPO 网下认购的人和机构等，下同）都会选择对他们赚取利润最大化的市场环境，如果低于企业净资产发行股票他们肯定不会干，他们必须在有暴利可图时才把企业股权上市。反向推理，对企业股东利益集团上市圈钱的时机有利，那么就是对二级市场上接盘新股的散户时机不利，那怕是这只股票在上市当天下跌 50%以上，仍然不足以影响股东利益集团的暴利，股东利益集团的暴利当然就是接盘者的巨大风险。这时我不禁要大声呼吁：在新股停止发行之时大胆买入股票吧，因为这个时期对股东利益集团大为不利，而对散户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高折扣低价买入股票大为有利，获利的概率比其他时期会明显提高。

通过上述三方面分析，建议散户投资者一是不要参加炒新股，新股风险相对老股风险要大得多；二是如果新股中确实有自己心仪已久的企业，最好等两三年后再考虑；三是对于喜欢炒新股的人来说，与其冒巨大风险，不如反其道而行之，等待新股停发时期买入股票市场中的优质廉价股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四节 短线高抛低吸无胜算

K 线图也叫蜡烛图，是由日本早前的米行发明的，它被用来记录大米买卖行情。由早上开盘价，晚上收盘价，当天的最高价和最低价组成，绘制成的价格图状如蜡烛，故叫蜡烛图。若把一定时期每天的股票价格蜡烛图排列在一起就叫日 K 线，以此类推。起伏不定、波动频繁的 K 线记录着股市大众在股票市场的交易状况。可以说，K 线图是人们参与股市的心电图、情绪图。股市中的你、我、他的每一笔交易就是股市 K 线图的一分子，也是股市心电图的组成部分。

K 线的波动起伏具有巨大的诱惑，就像女妖的歌声迷惑人心，使人不由自主地随之起舞，直到心力而竭。随着 K 线起伏波动，频繁高抛低吸进行股票投机，实际上是把自己带进了对赌股票价格短期涨跌的赌局。根据历史记载，通过赌博致富的人寥若星辰，而赌博破产甚至付出生命代价的人却时有所闻。美国有专家做过专门的统计计算，如果在 K 线的低点买入，在高点卖出，做对第一次的概率是 1/10，做对第二次的概率是多少呢？一般人会认为肯定是1/20，可专家的统计结果让我们震惊：1%的概率，第三次做对的概率是1‰，以此类推。如果这个统计学结论真的成立，我们作为未经专业训练的一般投资者，要按 K 线技术进行投机操作，战胜市场的概率几乎接近于零。那么，我们是不是在股票市场上就无能为力了呢？

“因为我是投资者所以我是商人，因为我是商人所以我是投资者。”每当想起巴菲特的这一名言，对于股市的大涨大跌和随之起舞的人们又有更为深刻的认识。股票买卖者是股票投资者，说得更确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切些，应该是股权投资者。股权投资者也是投资者的一种。投资是一种商业活动，所以投资者应该和商人是二位一体的，必须以商人的眼光和策略从事投资活动，以低估或合理的价格买入物有所值的股票。当企业的股东，等待股价回归价值，而不要当在股票代码之间跳进跳出、频繁买进卖出的股民。我们要把股票投资当成一项土地或房产投资，因为我们不会因为土地房产价格的涨跌而进行频繁地买卖交易。

为什么我们对土地房产之类的资产能在涨跌中坚持持有策略呢？这主要是土地房产之类资产的非证券化原因，使得土地房产之类资产具有与股票不同的特性。一是交易手续复杂，从谈判、签约、公证、交费、缴税到过户等，不要 10 天半月是不容易办妥的；二是交易对手不容易配对成功。因为土地房子涉及价格、地段、户型、面积、朝向、装修等一系列问题，使得交易对手集合的交集变得非常狭小；三是交易平台的分散化、地域化和非专业化等。而股票交易市场正好与土地房产交易特点相反，先进的统一平台、交易无障碍和交易对手众多，这都是公司股权证券化的缘故。

股票是企业的所有权，是一种资产，如果不是证券化的话，就是一笔不动产，与地产房屋一样。对股票的态度应该采取不动产的态度才是符合商业逻辑的。它给我们几点有益的启示：一是购入股票要像购入土地房产一样慎重，起码做到物有所值；二是一旦购入股票要像持有房产一样，等待其长期的增值潜力的不断释放，不要为短期价格波动所诱惑；三是投资性购房的要诀是地段、地段，最后还是地段。投资企业股票的要诀是优秀、优秀，最后还是优秀。

既然短线高抛低吸无胜算，我们倒不如应该像对待土地房产一样进行股票分析、股票买入、股票持有和在增值超过估值后再卖出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五节
不要做恐惧的旅鼠一族

旅鼠属于啮齿目仓鼠科，生活在挪威北部和亚欧大陆的高纬度针叶林中，以根、嫩枝、青草和其他植物为食。当旅鼠的数量实在太多时，不知道是谁下了命令，也不知谁带头，便会发生群体大迁徙。它们朝着同一个方向前进，逢山过山，遇水涉水，前赴后继，勇往直前，沿着一条笔直的路线前进，决不绕道，更不停止，一直奔到大海，仍然毫无惧色地跳跃而下，被汹涌澎湃的波涛所吞噬，直到全军覆没为止。旅鼠群体性自杀行为被投资大师们用作比喻股票市场的非理性大众群体行为，这种非理性群体行为导致市场大幅下跌、疯狂暴涨和群体成员财富的大幅度损失。

中国A股2007年10月上证指数运行到最高点6124点，然后，掉头向下，锯齿形的快速暴跌至2008年10月的最低点1664点。中国股市经历了前所未有的自由落体式的运动。在一年的时间内，下跌幅度超过72.8%！股市总市值缩水高达22万亿元。这种断崖式的陡降，即使是在股票市场久经考验的老股民们，想起来也会胆战心惊、不寒而栗。此轮熊市无论从下跌速度之快、幅度之大，还是从对投资者影响之广、打击之大，以及对实体经济的影响之重之深来看，均是经历资本市场历史不长的中国人想所未敢想、闻所未曾闻的。中国央行从2008年9～12月计有五次下调贷款利息，10月居然两次降息，累计下调2.16%。政府更是为了刺激经济豪掷4万亿元，举世惊叹！如往好处说，是行动迅速力度大。如往另一方面说，有点儿应对次贷危机经验不足的味道。2008年11月宣布4万亿元的危机救援，主要投资于铁（铁路）、公（公路）、基（基础设施）建设，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种一直老套的投资型刺激经济措施或多或少会留下后遗症，主要会出现投资效率衰退、降低了市场淘汰落后产能功能和国家对于经济的调控力度（这里主要是指房地产的调控）。世界各国政府都在忙于应对次贷危机，作为一个股票投资者个体就更是心慌慌、意惶惶了。

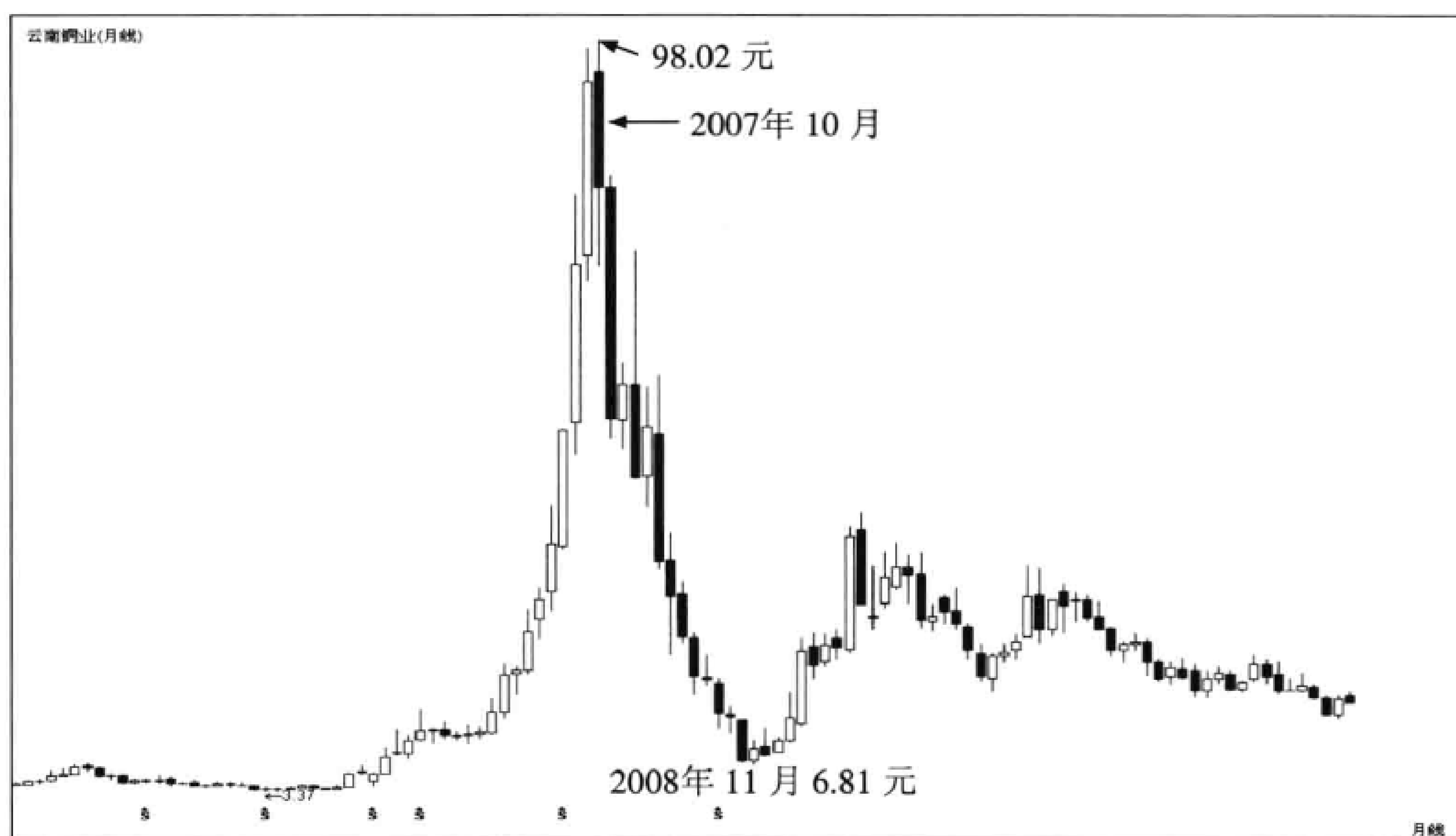


图 2—1　云南铜业（000878）2007～2008 年月 K 线图

中国证券登记结算公司的数据表明，中国当时 A 股账户有 1.2 亿个，如果把 22 万亿的财富蒸发（股市总市值缩水）平摊，每个账户平均亏损 18 万元以上！A 股这一历史性大灾难，出现许多个股股价跌幅深达 90%以上的悲惨景象，可谓是哀鸿遍野、满眼凄惶。如云南铜业（000878）从 98.02 元（不复权）高位快速深幅下跌到 6.81 元，跌幅深达 93.05%（图 2—1）！也就是说投入股票中的 1 元钱变成了 7 分钱。鑫富药业（002019）从 92.82 元（不复权）高位快速深幅下跌到 4.78 元，跌幅深达 94.85%（图 2—2）！也就是说投入股票中的 1 元钱变成了 5.2 分钱了。相信一个思维健全、精神正常的人是很难接受这一财产巨幅缩水的残酷现实。但这两只股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确确实实是 A 股深度下跌奇迹的代表（仅限本人所知，未做专门统计），相信它们所创造出来的跌幅纪录，可以写入中国股票发展历史之中。但愿中国股市在未来的时间里，不再有这样的赶超者，也不要再有这样的悲惨下跌纪录了。不幸的是，中国股市恐惧剧还是在之后的 2010～2012 年漫长的时间，继续上演。

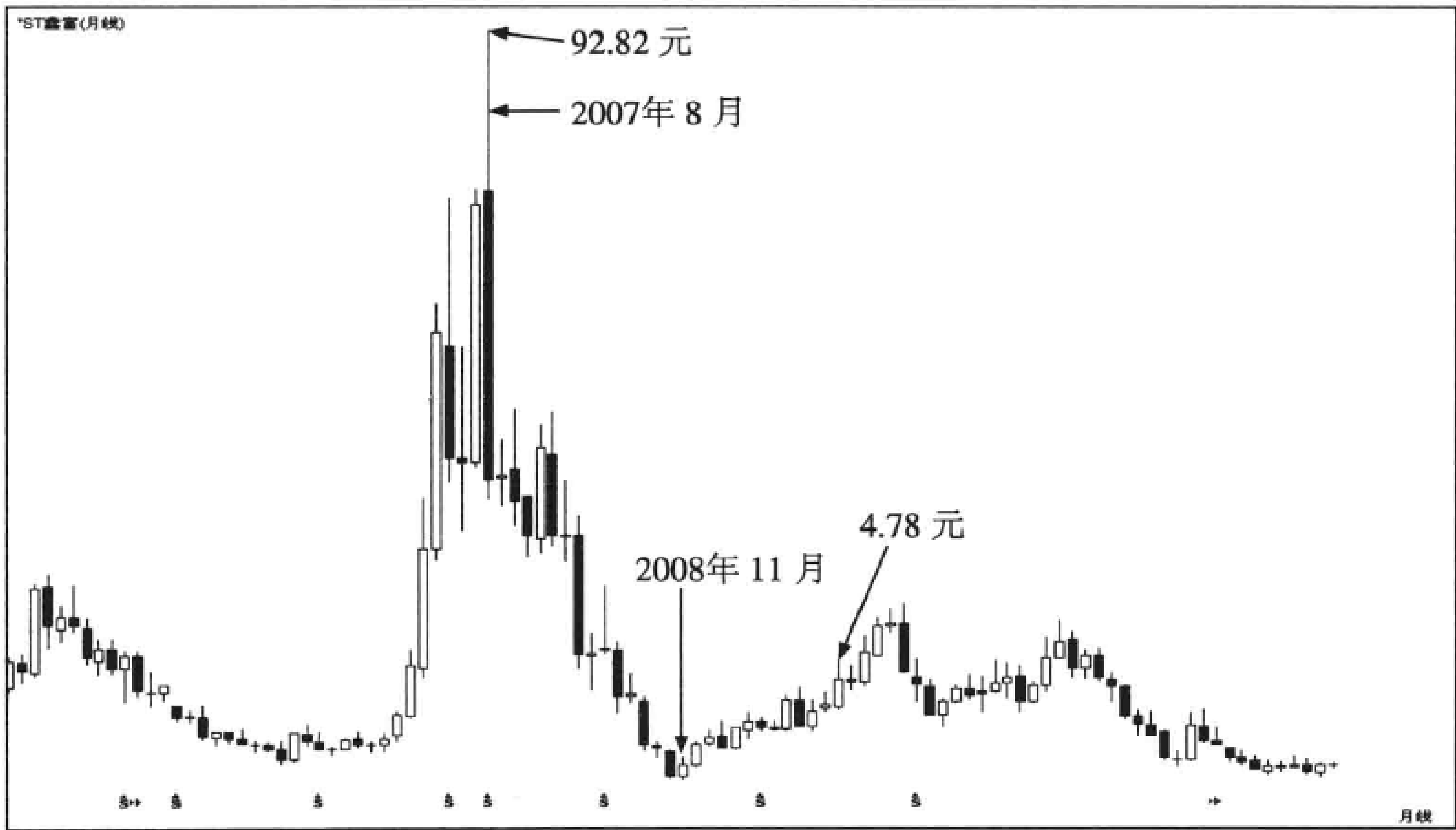


图 2—2　鑫富药业（002019）2007～2008 年月 K 线图

2008 年 A 股暴跌 72.8%后，2009 年 1～7 月迎来了 1664 点到 3478 点的大反弹，2010 年 4～6 月又迎来了近千点的快速下跌，直到 2200 点左右，2010 年 11 月从 3100 点一直盘整下跌到 2012 年 12 月的 2000 点附近，时间长达 26 个月。下跌途中的 2011 年，是发达国家不断恶化的债务危机之年（欧债四国，再加美国国债上限危机等）；是发展中国家出现日益严重的通货膨胀之年（中国 CPI 达到了 6.4%）；是中国的限房政策之年，是中国高铁追尾事件之年，坏消息层出不穷。2012 年还是一大堆坏消息，美国财政悬崖危机、中日钓鱼岛事件、南海事件、中国银行业影子银行风险、白酒塑化剂丑闻等等，目前已基本听不到好消息了，可以说 2011 年和 2012 年是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利空之年，是中国股市熊霸世界之年。似乎世界末日就要来了，黄金价格轻松创下历史最高价位可为佐证。中国的股市从 2009 年 6 月底 3478 点以来，近四年来一直在 3200～2000 点之间挣扎下跌（图2—3）。可真正发生债务危机的欧美等国的股市表现却比中国强多了，美国 2012 年 11 月的道琼指数达到 13700 多点，与 2007 年 12 月牛市最高的 14198 点已相差不远了（图 2—4）。所以说，我们 A 股是典型的别人涨它不涨，别人跌它跟跌，熊冠全球。在这个极寒时期，就像一阵雷电划破长空，吓倒多少蓬间雀。多少散户，多少机构，仅因恐惧，加入了庞大的旅鼠大军。

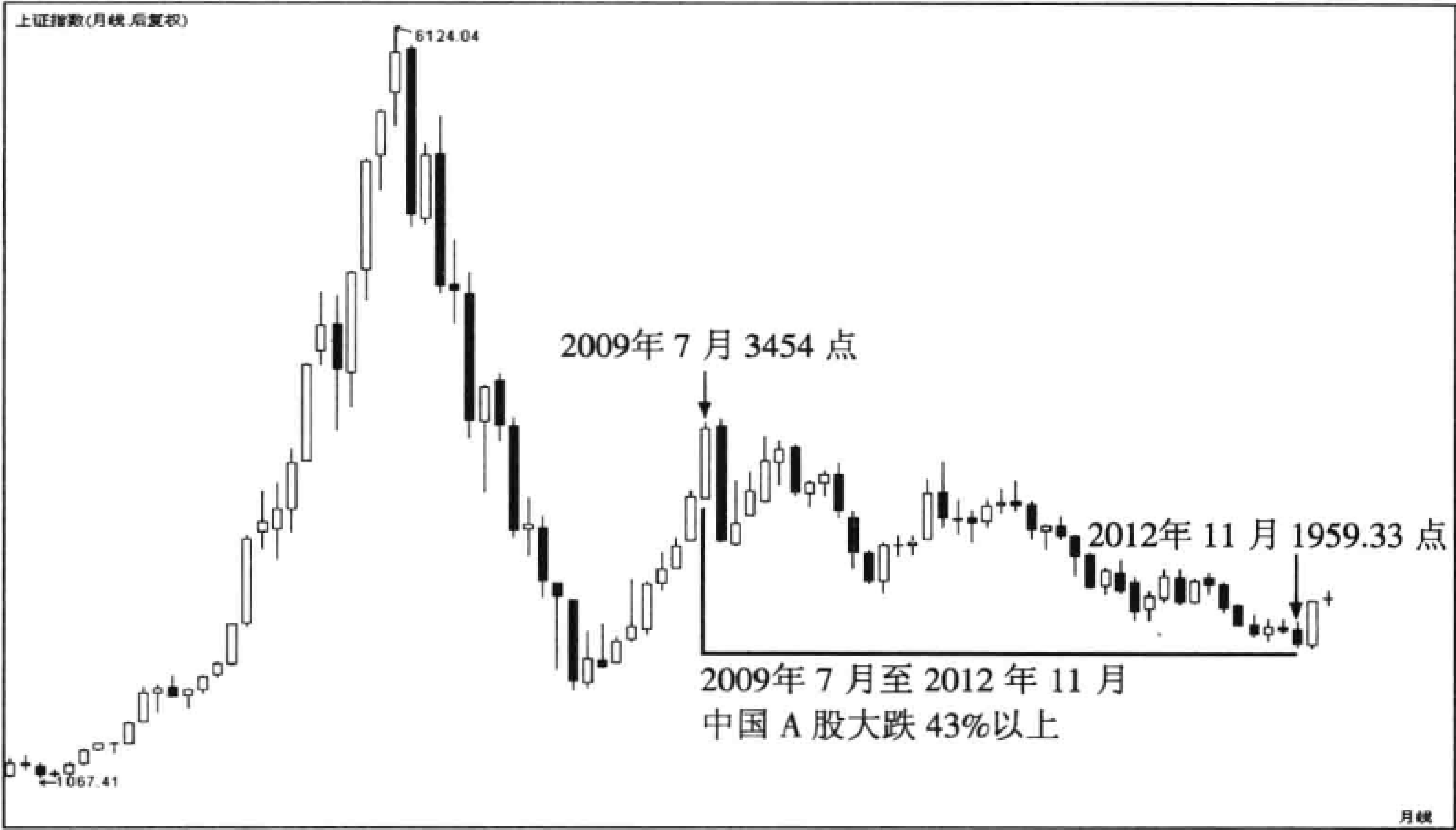


图 2—3　2009 年 7 月至 2012 年 11 月上证指数月 K 线图

遇到这样极端深跌的恐惧局面，特别是暴跌后的漫长阴跌，我们很容易精神崩溃、丧失理智、不计损失地割肉卖出逃亡，造成永远无法弥补的亏损。在这种极端环境和恐惧时期我们以什么样的心态和行为才算是正确的或者说是合理的呢？作为一个投资者，特别是长期投资者或价值投资者，我认为，一是想一想当初买入时的理由是否存在，所持有股份的企业基本面变化没有；二是反思仅因股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 2—4　2009 年 7 月至 2012 年 11 月美国道琼斯月 K 线图

市大跌而欲卖出个股的行为是否必要，是否符合投资逻辑，这个时候更需要进行反向思维，现在是不是遇到了应该买入更多股票的良机了；三是牢固树立股市涨跌是股市正常规律的观念，无论大涨还是大跌都是再正常不过的事，就好像一年春、夏、秋、冬四季循环交替一样正常，股市中的四季也一定会循环交替，不过它无固定模式，也不会如约而至。

做到处变不惊，要有以下前提条件作为基本保障：一是对所持股票的企业本身有信心；二是你本身的财务稳健，决不负债经营，决不寅吃卯粮（三年内不用之财），决不代人理财（除非同意本人单方条件）；三是无论是对于大盘，还是个股来说买入价格处于相对低位（起码应该是平均价位以下才具有一定的安全空间）。

这时我突然想到：因为市场上不断有人亏钱，于是便发生群体性雪崩式的恐惧，进而出现大面积非理性行为，这时你应该勇敢地进场，尽其所能增持筹码。反之亦然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 操作篇

投资操作就是基于透彻的分析，确保本金的安全并能获得满意的回报。不能满足这个要求的操作就是投机。

——本杰明·格雷厄姆

确定熟悉的行业、明确股票投资目标、开展调查分析评估、找出投资理由及问题、拟定购买股价区间和初步制定股票持有或卖出策略是投资股票的基本操作程序。价值投资操作的要领就是限定能力圈、严格挑选股票和克服频繁交易。

巴菲特说：对你的能力范围来说，最重要的不是能力范围大小，而是你如何能够确定能力的边界所在。如果你知道了能力圈的边界所在，你将比那些能力圈虽然比你大 5 倍却不知道边界所在的人要富有得多。同时，在能力圈内你会拥有识别风险、防范风险的优势。

投资的命运取决于企业的命运，因此，无论在遴选什么类型企业方面，还是在拟定买入价格方面，都要做到不妥协、不迁就，要达到近乎苛刻的程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资交易操作最大的特点就是不频繁、不活跃，这是因为从宏观上讲是要充分利用市场先生周期性极端情绪出现的股市整体低估或高估。从微观上讲是在等待企业股票打折甩卖或价值回归。这个交易操作过程不仅是一个时间上的制约，更重要的是常识、纪律和耐心对于操作的限制，这一限制是一种良好的操作习惯，这也恰恰是价值投资成败的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节
确定自己投资的能力圈

投资能力圈就是指一个人能够较为全面系统地了解和理解的行业和企业，并把这些行业的企业作为自己股票投资的限制范围。通俗地说，能力圈就是圈定自己股票投资的地盘，以期牢牢掌握我的地盘我做主的投资主动权。其目的就是要在某一个或某几个领域股票投资中发挥自己的竞争优势。借鉴股票投资大师、价值投资有成者的看法和经验，本人认为最基本的对企业要有 10 个方面的了解和理解，有的还要重点把握，才能将这个企业纳入你的股票投资的能力圈。

1. 熟悉企业产品（服务）。巴菲特喝的饮料就是樱桃可口可乐，每天剃须用的就是吉列剃须刀，每天看的就是《华盛顿邮报》，一年一度的股东大会，他亲自推销控股公司的地毯、糖果，可能还有砖头业务等。彼得·林奇要求对企业的产品要能画得出来，同时，他通过大量的走访企业、深入商品卖场调查研究。他所走访的企业数量截至目前无一基金经理可及。作为中国 A 股的小投资者，对投资企业的产品（服务）最好是见过、接触过、使用过，体验越深，就会了解越深，进而分析就会越接近客观。

2. 市场需求状况。过去、现在、未来人们一直需要，如药品、饮料、食品、服装等，这一类为生活消费品类，还有一大类为生产消费类产品，如矿石、机械、钢铁等。作为小投资者还是选择体验过的生活消费类行业、产品和服务，这样就更靠谱儿一些。如果选择航天股、重化工股、高科技股等，我们一般不太知道其产品或服务的市场需求情况，充其量只会从企业广告上知道一点点儿概念性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的东西。

3. 会不会出现替代品。这一点主要是强调企业产品或服务的差异性，进而为差异性所产生的强大品牌效应。这里就存在两层意思，首先是企业产品本身与行业同类产品的差异性。这方面差异一般在质量、功能、外观等方面体现出来。如贵州茅台、云南白药、马应龙、片仔癀和全聚德等，出现替代品的可能性比较小，这类企业的品牌效应或许更加强大一些；其次是企业产品与行业同类产品或服务高度同质化，一般的消费者不易区别，只有靠品牌差异性来识别。如可口可乐与百事可乐、东阿阿胶与山东福胶、招商银行与民生银行、海螺水泥与华新水泥、三一重工与中联重科等，这类企业出现替代品的可能性要大一些，但不过替代品一般出现在同层次的品牌之间。总之，强大的品牌差异是经营特权的最高境界。

4. 有无自主定价能力。在目前商界给它赋予了一个新名词叫品牌亲和力。如果品牌亲和力强大，企业产品（服务）可适时提高价格，而使用者或消费者对价格不敏感，或者对价格敏感但仍还要保持原有的使用、消费水平，从而使企业产品（服务）不会因为提高价格影响到产品（服务）销售数量。如高档品、奢侈品、生活和精神的必须品等，像贵州茅台、五粮液、东阿阿胶、云南白药、片仔癀等，2000 年之后均进入了一个频繁提价的周期，这些企业均获得了巨额的超额利润。

5. 目标客户的构成情况。这个问题也可以说谁是企业的客户或谁是企业产品的消费者。生活消费类（日用消费）产品的企业，这些消费者是男、是女？是小孩儿、成人、老年人？是高收入、中收入还是低收入人群？生产消费类（生产资料）企业，就要弄清这个企业的下游企业客户是哪些。如硝酸铵企业的客户，是化肥生产企业，还是炸药生产企业，两者都有的话各占数量比重多少等。金融服务的银行企业，就要弄清机构、企业和个人客户构成，如法人企业客户中，前十大企业客户贷款额度、企业单笔贷款金额是否符合行业标准，高净资产、高贡献率个人高端客户占比多少等。

6. 少数客户集中度。对企业来说，客户越多越分散相对抵御销售风险的能力就越强，因为，单个客户的变化对销售整体影响不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反，客户越少就越集中，单个客户销售比重就大，对于一个企业的销售影响就大。如果一个大客户出问题，对于企业的打击可能就是致命的。像银行贷款过于集中大客户，如果一个企业的贷款超过银行总资产的5%以上，这个客户出现不良贷款损失，那么这一家银行就可能面临破产的危险。因为，银行业属于高负债（也可称之为高杠杆）经营企业，中国的银行承担着大中型企业贷款间接融资的重任，负债比欧美银行更高，一般负债率高达95%左右。

7. 客户的依赖度。这一点主要是指客户的稳定性。客户对产品（服务）依赖度越高，企业经营也就越稳定。一是生活必需的，像食用油、盐等。在中国，盐业公司是经营最稳定的企业之一，它得益于政府垄断和人们生活必需；二是不可代替。如生活用水、天然气、电力、暖气等；三是替代难度大的。像习惯于某种食品饮料的口味和习惯某种产品（服务）使用方法等，如涪陵榨菜、洽洽食品、贵州茅台、百度搜索和苏宁易购等；四是精神层面的需要。如对于品牌类、高档类和奢侈类商品的需要，这些已经超出了人们对于商品使用属性的需要。这类商品中最典型的是机械手表，其掌握时间的使用属性基本消失，成为一种纯粹的装饰品或炫耀品。

8. 营销模式情况。产品销售是批发，还是批零兼营？是门店直销、加盟店连锁，还是自有连锁？是邮购、网购，还是电话电视购物？是委销、代销，还是自销？是区域管理营销型的，还是事业部管理营销型的？等等。当今企业的不同营销模式决定着企业的成败，好的营销模式可以造就一个优秀的企业。

比如王老吉凉茶在广州药业集团多少年未能有所建树，自有偿授权鸿道集团后，如日中天，在中国饮料界直追可口可乐。除了企业其他因素外，鸿道集团成功的营销模式是王老吉凉茶巨大成功的关键性因素。它根据饮料的特点和中国消费环境，正确地选择了事业部式的营销模式，把营销分为超市卖场、酒店饭店、娱乐夜场三条主线，进行深耕细作，培育出了大面积营销的“高产稳产田”，并获得相对垄断的地位。虽然广州药业集团收回了王老吉的商标使用权，但鸿道集团的加多宝凉茶卖得仍与从前一样红火，这就是营销渠道的力量。广州药业集团要想把目前的“广药王老吉”追赶上从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前的“鸿道王老吉”，必须假以双倍的努力和漫长的时日。这还要看鸿道会不会犯大错，广药能不能克服国企固有的顽疾。

还有一个典型的营销案例就是洋河股份。洋河的营销创新、营销策划、营销宣传、营销渠道等，创造了中国白酒行业的神话，2009 年 11 月上市以来，年销售从 40 亿猛增到 2012 年的 180 亿元（预计），增长 350%，利润从 12.5 亿元到 60 亿左右，增长 380%，股票市值达到 1000 多亿元，2011 年、2012 年一度超过五粮液公司，成为中国白酒行业的老二、浓香型白酒的老大了。得渠道者得天下，对于商界可以说所言不虚。

9. 市场范围。企业的产品（服务）除了通用的生产、生活用品无市场范围外，大量的产品（服务）消费存在地理环境、气候环境、风土习俗等差异。有些企业的产品因此在市场范围内带有鲜明的地域差异性。如黄酒盛行于江浙一带，皮大衣主要销售长江以北，卖往南方炎热地方的空调一般可以无制热功能，假发（也叫工艺发）畅销于南美和非洲诸国等，还有一些产品可能会遇到宗教方面的市场障碍。我们追求的是生产在地球上不存在市场范围的产品的企业，如：可口可乐、吉利剃须刀、优秀的银行保险产品和服务等。当然，具有经济特权的地域性企业也是一种不错的选择，就像彼得·林奇所钟爱的一座地方性采石场一样，石料生意可以独霸一方。

10. 适应市场变化能力。静止是相对的，运动是绝对的。世界上没有不变化的东西。经济形势在变，企业的经营也在适应市场变化。有的企业变化速度很快，其周期也比较短，比如电子生产厂家，必须预测市场、紧盯市场，时刻准备产品更新换代，否则就会被淘汰。有的企业变化很慢，周期也很长，如自来水生产企业，到目前为止其生产、供应自来水的方式没有产生变化。该行业产生的变化也是一种适应经济市场的变化，就是由计划经济体制下的纯地方国有垄断向市场经济环境下的股份经营转变，现在有许多自来水厂变成了水务股份有限公司。

在 A 股市场上，本人认为适应市场变化做得比较成功的典型企业是苏宁电器。它没有脱离商业企业性质和主业，从冰箱零售到电器批发，从电器批发到电器全国连锁，这些经营转型都非常成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前又要从电器连锁向综合电商转型，我相信它仍会取得巨大成功。当然，我们追求的是一个相对稳定的行业中，一个能够长期稳定经营的优秀企业，市场变化小和企业不需要转型当然是最好的，如贵州茅台、东阿阿胶、片仔癀、云南白药等，只需不断地扩大产能就行了。但是，像处于行业霸主地位的苏宁电器，基于这个公司在张近东的带领下，历史上具有超强的竞争力表现，又由于机构基金对公司转型的担心使股价已具充分安全空间，因此，本人认为还是值得长期投资的，并相信投资收益不会低于市场平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节
“牛股”“妖股”辨析

二级市场上，一般人都会认为在短期内上升 50%、100%甚至更大幅度的股票才是大牛股，最好是连续上涨 5 个、10 个甚至更多的涨停板，这样的股才值得追求的。不错，在中国 A 股历史上，不止一次地出现过这样的今古奇观。奇观主要出现在 ST 板块，ST 个股借壳上市、停牌重组、资产注入等成为 ST 连续暴涨的噱头。如 2007 年 ST 仁和，首日重新挂牌即暴升 12 倍。ST 幸福被华远地产借壳后，连拉 22 个涨停板。因股改“沉寂”近 4 个月的 ST 长控，复牌首日便创下国内 A 股 1083%最惊人涨幅，最高涨幅一度达到 1381%！（图 3—1）。* ST 金泰在某利益集团的操纵下，连续出现 42 个涨停板（图 3—2），这成为中国股市，乃至世界股市的旷世奇观。不过，操纵股价的人也因此难逃牢狱之灾。但在此中赚了近千万的一位女明星好像无事，我想，说不定她才是真正的股神呢。2012 年 5 月随着大股东的获释，* ST 金泰妖气重现江湖，令二级市场股价飙涨，从 5 月 28 日至 7 月 3 日连续收出了 12 个涨停后，便“一字跌停”5 个交易日。此类现象在 A 股市场时有发生，只不过程度不同而已，有识之士并未把这样的股票说成“大牛股”，也未把它们当成“大牛股”，而是给它们授予了一个不甚恭敬的“尊称”：“大妖股”。

一部《西游记》精彩描写了孙大圣伏魔降妖的惊险故事，也描述了各类妖魔鬼怪、魑魅魍魉种种害人的狡诈伎俩和血腥残忍。在股市上可以想象与“妖股”共舞的下场。“妖股”的一般特征是业绩太差，股价较低，内幕复杂。在你感觉它是“妖股”想买入赚一把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，它的股价会连续一字封停板，中途不会给你机会，直到“电梯”到达顶层，操纵者才会打开“电梯门”，让急于发横财的人涌入，在把股票高价卖出之后，操纵者会封死“电梯门”，让股价连续一字跌停板，直到负一楼可能才会打开“电梯门”，这时惊魂未定、伤痕累累的高位接盘者又会不计损失夺门而逃。除利益集团圈内人外，如果运气好，你在它未成“妖”之前意外买入，在它成“妖”时赶快脚底抹油走人了事。这样的运气可能比买彩票中头彩的概率还低，风险却与彩票相差无几。作为一般的散户面对“妖股”，在毫无优势的情况下（除非有可靠的内幕消息，不过这又要涉及法律问题了），最好是敬鬼神而远之。如果你确实运气特别好，碰到了一只“妖”股，碰巧又全身而退，那这可是可遇而不可求的事，也是一件不可复制的事。

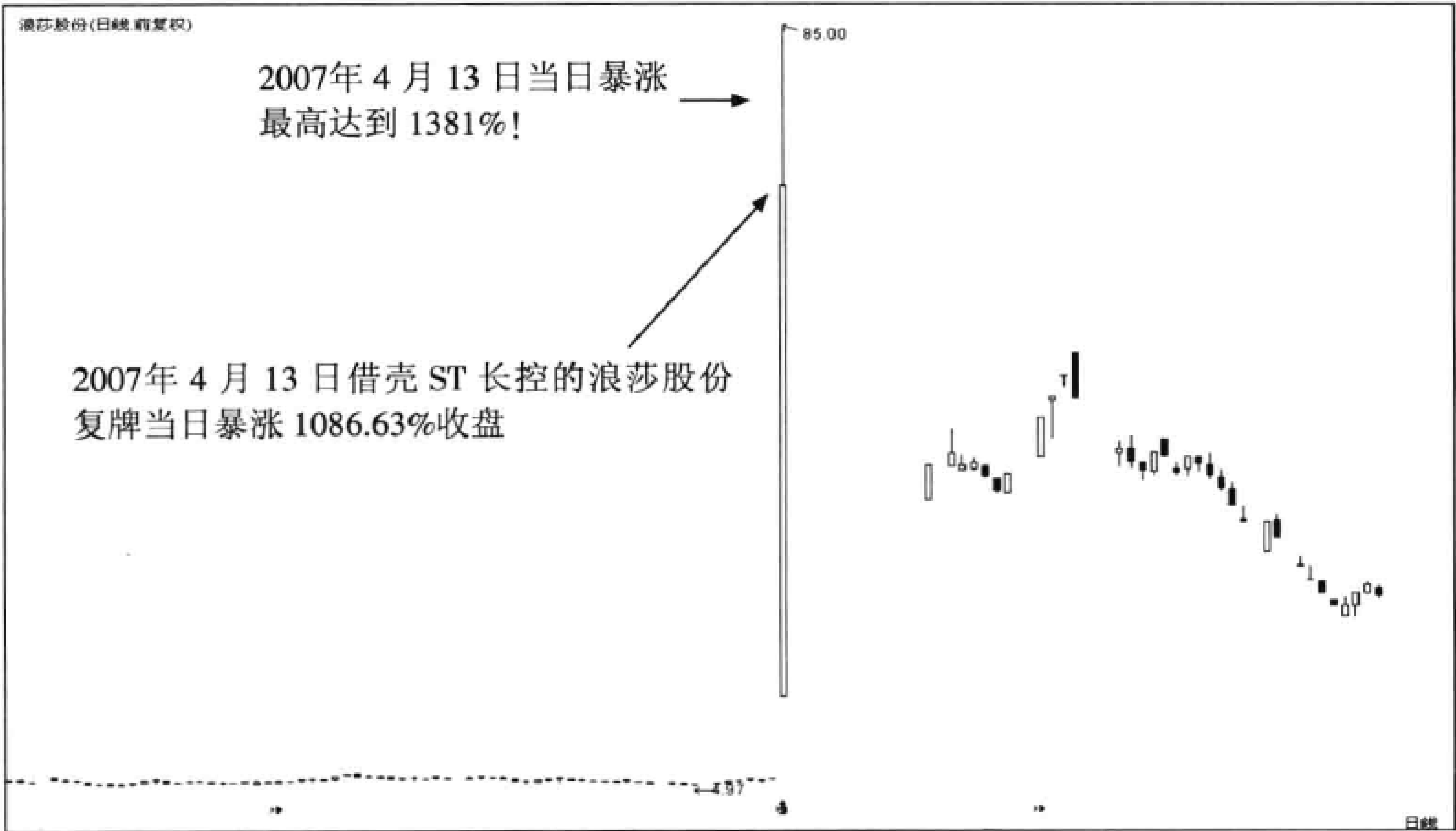


图3－1　借壳ST长控上市的浪莎股份K线图

前面说了不要把“妖”股当牛股。“妖”股无规律可循，也无相关的量化指标可用。但大牛股是有规律可循，也是有相关的量化指标进行大致的衡量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

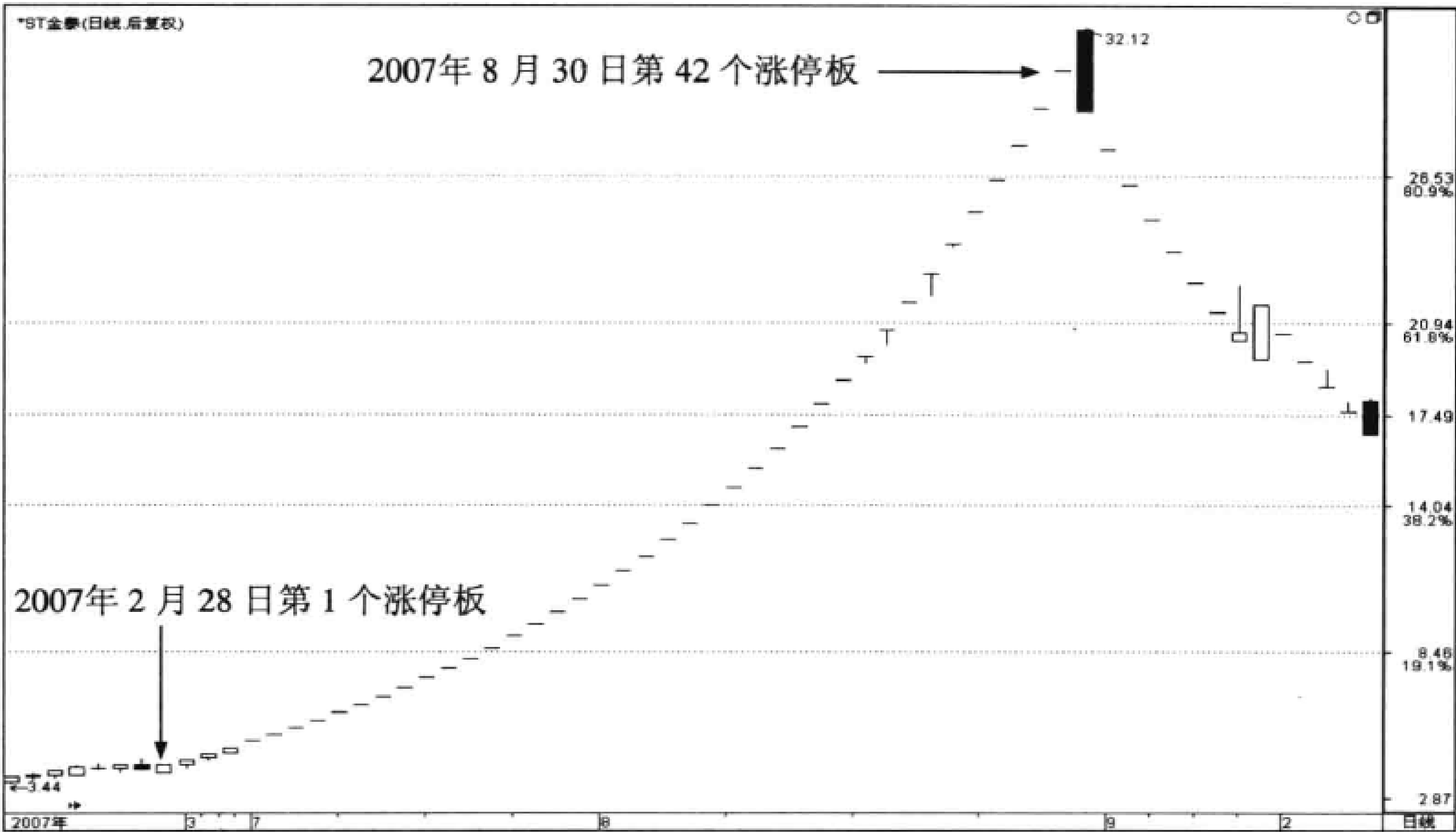


图3－2 2007年2月28日至8月30日*ST金泰连涨42个涨停板

大牛股从价值投资的角度定义：指在10年内能够增长5～10倍的股票，也就是在10年内收益能够保持近18%～25%复合增长率的股票。大牛股一般具备三大特征：低预期、高增长、稳分红。低预期、高增长就是某个公司未来盈利长期平均稳定保持20%的增长（价值投资者对于公司分析判断只有依据公司历史表现），由于受到某种非重要原因影响，盈利增长水平而被市场普遍看低或产生市场偏见，导致对公司盈利预期降低和股票价格走低。稳定的分红对外表明公司经营长期保持稳健，否则分红是不会持续下去，也难长期保持相对稳定的。

另外，还可以利用四大指标来作为选拔衡量大牛股的参考指标：一是市盈率可能略高于市场平均水平；二是分红与市场平均水平持平或略高；三是增长略高于市场公司平均水平；四是市盈率历史平均水平小于25倍，也就是说市盈率不能太高。市盈率太高将吞噬你初始几年的增长率，使你的牛股增长目标变得艰难。

从过去10年的股市看，容易产生大牛股的行业板块主要有：一是快速消费行业（如白酒行业、食品行业等）；二是金融行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（如招商银行、民生银行、中信证券等）；三是医药行业（如云南白药、天士力、马应龙等）；四是零售连锁商业（如苏宁电器、鄂武商等）；五是资源行业（如盐湖集团、包钢稀土、厦门钨业、驰宏锌锗等）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节
自由现金流估值法简介

自由现金流量是指扣除营运资本支出与资本投资之后的经营活动所带来的现金流量。

自由现金流量＝（税后净营业利润＋折旧及摊销）－（资本支出＋营运资本增加）

企业的价值是企业续存期内自由现金流量以其加权平均资本成本为贴现率折现的现值，它体现了企业资金的时间价值、风险以及持续发展能力。运用自由现金流进行企业估值首先要解决三个问题：第一，选择盈利长期稳定增长的企业。选择稳定增长的企业这个问题巴菲特曾说过：查理·芒格和我只对非常少数的企业估值有信心。这说明只有稳定经营的企业才有正确估值的可能性，比如一座收费的桥梁，一座发电站，一家供水公司等（可惜这样的公司不能自主定价）。但像贵州茅台、云南白药和东阿阿胶还是可以算作是长期稳定经营的优秀企业的（但仍未经过中国经济周期检验）。不过，这样的优秀企业在A股市场上太少了，甚至可以说是稀有珍贵。这就需要我们在市场中勤奋挖掘，还要加上运气的成分。所以，本人认为起码有10年以上稳定经营历史为妥，最好是经过了一轮完整经济周期考验的稳定经营企业；第二，是选择合理的折现率。折现率是指将未来有限期预期收益折算成现值的比率。它不同于利率、贴现率等，它是收益率的一种表现形式。在我们国家我觉得选择20年国债的收益率合理一些。贷款利率太高，存款利率太低，10年期的国债利息收益可代表一个经济周期的社会资本平均机会成本，而20年国债的收益率则基本代表一代人的长期社会资本平均机会成本，所以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—1 自由现金流估值案例模式

第一阶段：1～10 年										
预测期限	10 年									
折现率	1.09									
期初现金流（百万元）	10									
预测期限内增长率	0.259									
预期年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
估计稳定现金流（百万元）	12.59	15.85	19.96	25.12	31.63	39.82	50.14	63.13	79.48	100.06
复利现值系数	0.91743	0.842	0.772	0.708	0.65	0.596	0.547	0.502	0.46	0.4224
每年现金流量现值（百万元）	11.5505	13.34	15.41	17.8	20.56	23.75	27.43	31.68	36.59	42.266
第 1 个 10 年内现金流量的现值（百万元）	240.3730043									
第二阶段：10 年以后			10 年后的现金流量现值							
第 10 年的现金流量（百万元）	100.059									
第 10 年的现金流增长率	5%	0.05								
第 11 年现金流量	105.062									
资本化比率	4%	0.04								
折算到第 10 年的现值	2626.56									
第 10 年的折现率	0.42241									
10 年后的现金流量现值	1109.49									
公司股票的内在价值（百万元）	1349.86									
20100125 总股本量（百万元）	66									
每股内在价值	20.4524									
按 50%安全空间	10.2262									

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它显得更为合理一些，如果更保守一点就应该把这个折现率按一定比例提高，毕竟股票比国债的风险高得多；第三，是确定合理的年自由现金流增长率。我认为，年自由现金流增长率不能低于国家央行 M2 货币供应量增长速度（据不完全的统计信息，2001 年 7 月至 2012 年 8 月以来，M2 月环比最高增加 29.7%，最低环比增加 12.7%，平均也在 15%以上），否则你选择的企业经营不仅不能增值抗通胀，反而会因通货膨胀发生资产价值缩水，这样资产不能保值的情况也就不再适合自由现金流估值方法了。我有一个经验性判断，年自由现金流增长率至少要大于 15%，最好能达到 25%以上。因为我们很多人投资股票所要追求的最高目标就是 10 年翻 10 倍（账面数字），这个目标的实现需要 25.9%的年复合增长。详见表 3－1 列表的案例模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节

优秀企业的股票应该长期持有

持股时间是整个股票投资策略的有机组成部分。其长短没有一定之规，最主要的还是视采取什么样的操作策略而定。如果没有什么操作策略就会对持股时间出现思维混乱，往往受主观情绪干扰而显得具有较大的随机性和盲目性。持股时间的随机性和盲目性将成为你快速亏损的罪魁祸首。因此，持股时间应该成为你股票操作策略的重要组成部分，也是你必须严格遵守的纪律。

如果你是一个投机者也应根据你投机的策略确定持股的时间（也可以说盈亏价位或比例的触发点），也就是技术投机派最基本的止盈止亏点位操作（也可称为时点位）。技术投机派本质决定了其持股时间一般具有短暂性或短期性，也就是常言说的快进快出。

如果你是一个价值投资者，就要牢记和体会巴菲特所说的一句名言：如果你不情愿在10年内持有股票，那么你就不要考虑哪怕是仅仅持有它们10分钟。他还说：价格波动对于真正的投资者来说只有一种有意义的内涵，波动为他提供了这样一种机会，价格锐减时可以合理地买入，价格大幅上涨时可以合理地卖出。在其他时间里，如果他能够忘掉股市而把注意力转移到公司的运营结果上，那么他就会做得更好。这是什么意思呢？对于价值投资者来说，一是要以长期（10年或永远）持有股票的标准严格筛选公司，并持有现金耐心等到其股价有充分安全空间时买入（最好是极度熊市）；二是长期（10年或永远）持有股票耐心等待股票价格达到或超过内在价值时合理卖出（最好是极度牛市）；三是如果按“烟蒂”策略在公司清算价值（隐含价值）一半以下买入的股票你就耐心等待价格回归价值附

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近时卖出。

价值投资者持有股票的时间是以股票内在价值的安全空间为基础的。也就是说，价值投资者持有股票的时间一般应在该只股票从价格比价值具有充分折价时买入起，一直到达或超过股票价值的时段。对于长期稳定增长型优秀公司来说这又是一个动态的评估过程，所以，持有股票的时间会很长，或许 3 年，或许 5 年，或许 10 年，或许真的永远。巴菲特持有盖可保险、可口可乐、吉列刀片、富国银行等已证明了这一点。在中国也有著名投资人但斌长期持有贵州茅台，刘元生长期持有万科等而成就了中国式的投资传奇，他们都是从公司上市不久买入的，中途无论股价高低一直持有到现在，令人佩服，值得学习与借鉴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节
构建适合的投资组合

在股票投资组合策略上一直存在着两个派系，一为集中派，一为分散派。两者都有一个很好的比喻，集中一派为：把所有鸡蛋放在一个篮子里，然后看好它。分散一派为：不要把所有鸡蛋放在一个篮子里。

为什么要说集中投资和分散投资的问题呢？原来在证券投资界始终存在提高收益与降低风险的平衡策略。集中一两只确定性非常之高的股票，如果一旦公司经营按其预期发展，肯定会得到远高于股市的平均收益，但如果公司一旦经营与预期背道而驰，那么股价肯定会一落千丈，肯定会得到不断加大的负收益。所以，从投资者动机愿望出发集中投资的目的是为了得到更高的投资回报。分散30～40只或更多股票投资，一是为了克服、回避或降低对于公司经营管理的不确定影响，是典型的以量的多数来提升质的优势，也就是常言所说的，没有一定的数量就没有一定的质量；二是为了平滑单一股票可能造成重大风险损失。因为单一股票在分散组合中只占有很小权重，即使这一只股票全部损失，也只占投资组合总值的很小比例。如投资组合100万元，平均分散50只股票，其中一只全部损失也只占比2%。所以，从投资者的初衷来讲，分散组合投资的目的是为了更好地或更低地降低股票投资风险。

股票到底是集中好还是分散好呢？本人认为绝对集中或绝对分散都是不可取的。如果只是集中于一两只股票，你又不是这一两家公司的高管或大股东，那你在面临不确定因素时，将给你造成巨大的心理压力和财务上的单一重大风险。这也就是说，集中持有一两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只股票，你起码要与该公司的董事长、总经理一样了解经营管理情况和未来发展前景。再就是在中国A股市场上，也很难找到值得你把所有资本长期押注上面的好公司，同时还要有无限耐心等待好公司出现的好价格（大幅下跌），否则就叫作风险不可控。但如果一味采取分散策略，同样也是失之偏颇的。一是你不可能将A股市场2000多只股票或沪深300指数股票平均都买上一点儿，以取得股市平均收益水平；二是你如果买上30～40只股票，如果你不是全职投资者，则将会存在顾此失彼的情况。就像美国百老汇主持人比利·罗斯所说：如果你有40个妻子，你不会对任何一个有清楚的了解。对公司经营、管理和财务等进行定期跟踪检查可能出现遗漏，特别是对重大事件的遗漏可能造成无法挽回的损失，以至影响你投资组合的整体收益率。

过分地强调集中投资或分散投资，这两个极端都不能合理有效地正确处理提高收益与控制风险的关系。世界上没有绝对的集中投资，也没有绝对的分散投资。到底持有多少只股票为宜呢？我认为，中庸一点儿的考量还是妥当一些，投资组合根据自身能力和实际情况，相对集中或相对分散不失为好的选项。投资组合的前提有三个：一是你对企业了解的程度；二是你的资本量多大；三是你对收益和风险的期望值和心理承受力。我想，作为一般散户投资者只要利用小部分时间和精力，就有能力了解、跟踪和检验10只左右的股票。如果资本量为中等的投资者，我认为10只以内的投资组合应该算是合理一些，这比较符合相对集中或相对分散式的投资组合策略，能比较合理地平衡投资收益与风险的关系问题。

不过，需要注意的是，若你10只股票的组合不能集中于一两个行业之中，最好是均匀分布于四五个行业之内，以避免行业板块可能出现的整体风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六节
持有现金也是一种投资策略

手中有粮，心中不慌。这是一句中国式的智慧格言。在股票投资中，手中的现金就是粮食，就是弹药，只要粮食、弹药充足才能把握主动，才能取得较好的投资效果。在股市投资中持有一定比例的现金，可以对股票投资起到以下三个方面的良好作用：

1. 有利于克服投资心态不稳的人性弱点。手握充足的现金，任何时候都会有强大的心理支撑，特别是在股市不断下跌过程中，可以从容不迫地不断买入便宜的股票，不断提高投资的胜算。

2. 有利于控制投资节奏，养成慢慢做，少犯错的习惯。当你有节奏慢慢做的时候，你才能用客观的眼光看待自己和环境，当你能客观理性的时候，你才能少一份犯错，多一份安全。当你得到安全的时候，也可以说是得到足够安全空间的时候，才能有效地保障你的股票投资收益。

投资过程也是一个从感性认识到理性认识的过程，你对一只股票投资前后的认识时有变化。很多时候，买入一只股票后就后悔：我当初为啥要买这只烂股？或者会说：我为啥当初不全仓买入这一只股票呢？同时，投资多少对其认识的程度也不一样。一般来说，对一只股票投资仓位越重认识也就越深。因为你投了钱，就要对股票进行研究，投得越多你会越下功夫去研究。如果研究下去与自己当初的目标标准有较大出入，你就可能终止投资，甚至会逐步退出投资，以达到纠错的目的。

3. 有利于提高投资盈利的机会。手持现金的策略实际上是耐心等待投资机会，特别是等待你一直希望、关注、跟踪的大机会出现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你就会有充分的自信和勇气，重磅介入来之不易的大好机会。这样的大机会其盈利的机会比突发灵感的操作盈利概率要大得多。这就是常说的：机会永远是给有准备的人的。

一般投资者很少关注持有现金的重要性，更不会深究为什么重要。只有当你经历过上述三条的切肤之痛后，才能体会到。本人认为，将持有现金提升到投资策略的层面高度也不为过。我想，如果把持有现金贯穿于我们股票投资的全过程，投资收益一定会有大的改观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你就会有充分的自信和勇气，重磅介入来之不易的大好机会。这样的大机会其盈利的机会比突发灵感的操作盈利概率要大得多。这就是常说的：机会永远是给有准备的人的。

一般投资者很少关注持有现金的重要性，更不会深究为什么重要。只有当你经历过上述三条的切肤之痛后，才能体会到。本人认为，将持有现金提升到投资策略的层面高度也不为过。我想，如果把持有现金贯穿于我们股票投资的全过程，投资收益一定会有大的改观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七节 投资业绩衡量的非市场化

一个股份制企业的股东，对于企业经营的好坏并不是依据股市上的股价判断的，短期或年度是以企业盈利水平为标准，长期而是以股东所有者权益或分红的增加为标准。如果将历年所有盈利不分红，全部用于扩大再生产或投资，那么每一个股东的所有者权益就会不断增加，反映在股票上就是持有股份（股本数量不变）的账面价值（也叫每股净资产，它是股东权益与总股数的比率）的不断增加。巴菲特就是这样很好地解决了股票投资业绩衡量的这个问题，伯克希尔·哈撒韦公司衡量投资绩效标准的非市场化，实现了衡量投资绩效标准企业财务化的飞跃。他的投资业绩，根本不用二级市场的股价来衡量，而是用伯克希尔·哈撒韦控股公司的账面价值来衡量。其股票账面价值从 1964 年的 19 美元，上涨到 2012 年的 114214 美元，累计增长 5868 倍以上，48 年复合年增长 19.7%。伯克希尔·哈撒韦控股公司的账面价值的高速增长，很多人，包括媒体都误以为巴菲特每年炒股都能平均赚 19.7%以上。这个账面价值的增长有股权投资的企业账面价值增长部分，也有各种股票及金融产品等套利收益的增长部分。如 2003 年巴菲特斥巨资约 38 亿港元投资中国石油，以每股 1.66 港元左右的价格购入股票 23.4 亿股，占流通股的 13.35%，成为中国石油的第二大股东。2007 年巴菲特老先生先后以平均高于 8 倍多的价格全部卖出了中国石油的股票，净赚了 277 亿港元（约 35 亿美元）。这 35 亿美元肯定计入了当年伯克希尔·哈撒韦控股公司的账面价值。从这一点上看，伯克希尔·哈撒韦控股公司的账面价值不仅包括当期股票组合企业、未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市控股企业和当期并购企业等的账面价值和分红，同样也包括卖出股票及其他金融产品的溢价收入（主要是套利收入，如巴菲特曾大举从事过白银、并购等套利交易等）。从这方面看，巴菲特既是实业投资家，又是股票投资家，还是大宗贵金属投资家等。而我们所谓的价值投资者都还是习惯于用股票市价时点值表达某一时期股票投资收益率达到多少，根本不是巴菲特遵循的商业逻辑模式，这也是目前价值投资完整策略的最后一环业绩衡量方面存在的狗尾续貂之遗憾吧。

如果不使用账面价值的模式衡量投资结果，是不可能成为巴式价值投资者的。巴菲特早就说过，即便是股市关闭 10 年，对他来说也无所谓。这是因为他成功完成了投资结果评价非市场化的升华，他的投资不再有压力、不再有干扰，只要所投资的企业（无论是不是上市公司）经营正常，稳定成长，他的伯克希尔·哈撒韦的股东所有者权益就会稳定上升，当然每股账面价值也会随之提高。这实际是要求践行巴式价值投资的股票投资者把自己放在投资企业、合伙经营企业的正确位置上，才能克服一方面信誓旦旦的要根据企业价值买入股票，而另一方面又习惯性地采用市场价格衡量投资成绩的悖论思维和行为。

巴式价值投资其实就是按照实业投资的商业逻辑，以合伙人身份参股经营的理念，以合理价格买入优秀企业小部分股权，并以参股公司财务表现（所有者权益的增长）和其他套利对伯克希尔·哈撒韦所有者权益的贡献来衡量其投资业绩的。

如果我们在 A 股市场纯粹对二级市场的股票进行巴菲特式的价值投资，同时采取巴式业绩衡量方式，就要涉及商誉的摊销问题。因为优秀企业的股票很难在每股账面价值以下的价格买到。商誉就是购买企业时买价超过企业净资产公允价值的部分。通常是指企业由于所处的地理位置优越，或由于信誉好受到客户的信赖，或组织得当、生产效益好，或由于技术先进、掌握有生产秘密、产品具有核心竞争力等原因而形成的无形资产。这种无形资产使得企业的盈利能力超过同类企业的盈利水平。这种超过行业平均盈利水平的部分，市场一般会给出相应的溢价。商誉是企业整体的有机组成部分，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它不能单独存在，也不能单独买卖，其价值也是企业整体价值的有机组成部分。因此，我们在A股市场上买入优秀企业的股票，价格一般包括每股账面价值和市场溢价两部分。这个市场溢价就是我们在衡量投资业绩时，要进行摊销的商誉价值。随着企业每股账面价值的增加，你股票投资的单位净价值（不是按股市价格计算的那一种）随之增加，所支出的商誉费用部分便会相应减少。直到股票投资的单位净价值与企业每股账面价值相等，商誉才算摊销完毕。如果前者大于后者，你的投资业绩才算真正的增长，这种业绩的衡量不再受市场股价波动的影响了。到了股票投资业绩衡量非市场化这个境界，你才是一个彻头彻尾的巴菲特式的价值投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八节
基本面分析容易出现的常见问题

价值投资者对于企业基本面的分析一般会包括相关的经济层面、行业层面和企业层面。这三个层面是一个体系庞大、内容繁杂的集合。一般的分析是不可能穷尽每一个层面的所有影响因素，这一点也就决定了基本面的分析是有较大局限性的。作为能力和精力均有限的个人投资者只能选择非常有限的范围和有限的投资标的数量。也就是价值投资界所强调的在自己能力圈内进行充分的基本面分析，这种充分的分析由于收集素材的准确性、影响因素的全面性和个人分析能力的差异性等原因，使得分析所得出的结论肯定有一定的偏差，有时证明甚至是错误的。这是不是说基本面分析是无用的，甚至是有害的呢？回答是否定的。从著名的价值投资大师到众多价值投资成功人士的实践证明：只要在自己能力圈内坚持用基本常识和商业逻辑的思维模式开展分析，其分析结论的准确性还是非常高的，实践结果的成功率也是非常高的。如果在上述限定的条件基础上做得不成功，甚至失败，从个人教训分析，一般是在分析过程中出现了以下几个问题：

1. 过于乐观。对于一个行业，投资者第一个反应的问题是：它是新兴行业还是传统行业？是消费类行业还是非消费类行业？等等。大家就会根据不同行业历史平均市盈率、市净率、市销率等高低初步判断股价是高是低的。这样市场对乐观行业的市盈率等就会给得高一些，悲观行业的市盈率等就会给得低一些。根据市盈率、市净率、市销率等分析判断股价高低，实际上也是价值投资估值的过程。特别是牛市狂热时期，有些行业，特别是快速发展的新兴行业和高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科技行业的市盈率就会成为“市梦率”。2007 年下半年 A 股中的高科技股、金融概念股、锂电池概念股、稀土概念股等疯狂暴涨，市盈率和市净率等达到了一个历史难以企及的高点。再如美国的可口可乐、喜诗糖果、吉列刀片、盖可保险、富国银行和运通公司等成就了巴菲特，中国的一只贵州茅台不知成就了多少中国投资名家和一般投资者。这些都在股票投资者脑海中打下了深深的烙印。价值投资者也会被这种历史记忆影响，进而影响他们的投资偏好，按图索骥搜寻投资品类。食品、饮料、酒水等消费类股票必定是价值投资者的首选，金融、医药、医疗、资源等类股票必定是价值投资者的重仓股。从事实上看，这些行业中的优秀企业确实是价值投资者比较集中的地方。对于这些行业价值投资者容易产生过于乐观情绪和投资过于随便的问题，这种随便的操作一般结果就是安全空间不大，甚至没有安全空间可言。对于再优秀的行业企业，不能过于乐观，更不能放宽你对安全空间的苛刻要求。

2. 迁就勉强。一是在锁定、追踪心仪已久的优秀企业的过程中，为了证明自己选择的正确性，容易产生急躁情绪，天天盼望购入机会的到来，那怕这只股票股价或大盘指数只做一点儿小幅度的调整，就会认为是个好机会，迅速大量买入；二是曾经的优秀企业本身在经营过程中出现一些问题，在未弄清出现问题的原因、性质、危害时，放松约束、放宽标准；三是优秀的企业表现仍然优秀，股市同样也表现优秀（高涨），眼里只有优秀企业的光环，耳边只有股市摧人买进的噪音，你仍会欣慰物有所值地买入了优秀企业的股票，而将价值投资信奉的“好股价”原则抛到了九霄云外。

3. 以偏概全。这种基本面分析的问题主要表现在缺乏整体性、系统性和全面性。首先，偏重企业的闪光点，而忽视一些影响较大的问题。如分析高速公路公司时，看到的是地域垄断、现金流稳定、盈利水平高等，但没有看到，或是忽略了绝大多数高速公路公司国企的本质，冗员太多、效率太低等问题。更为重要的问题是，很多地方政府和交通管理部门把上市高速公路公司当成了廉价融资的平台，以圈钱为能事，大肆修建高价的、低效的和带有公益性质的高速公路，根本不会考虑股市小股东的利益。还有就是基本同路径高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速公路和铁路的建设，将产生的车流、人流的分流影响的不确定性；其次，对有利的因素放大，对不利因素缩小。比如，电讯行业 2009 年元月在 TD－SCDMA、CDMA2000、WCDMA 的 3G 发牌中，中国联通发放了一张最好的牌照 WCDMA。当时大家都看好联通会因此有一个根本的变化。三年虽然变化是有一点儿，但联通集团经营管理与移动巨大的差距仍未得到有效的缩小，反而移动目前正跨越式的即将跃上 TD－LTE（4G）台阶（工信部可能在 2013 年发放牌照）。另外，就是三年来 3G 巨额的资金投入发生的财务费用、终端补贴和折旧费用等。一个技术多变、资金密集型的行业，无论其前景多么诱人，作为一个价值投资者来说，一定要三思而后行，最好还是学习巴菲特、彼得·林奇等投资大师，敬而远之，退避三舍。

4. 相对肤浅。①市场调查走马观花。作为一个散户，按彼得·林奇的说法，要对自己身边的事情留心，留心身边的股票投资机会。特别是我们生活中衣食住行等涉及的上市公司，要观察、体验、访问等，但我们一般只停留在货架上、广告牌上和电视广告上等，没有进一步与售货服务员交谈，与同类商品进行比较，更不会与企业联系调查。②分析单一。比如对参股金融、证券等企业，简单换算参股比例和价格，再参考企业本身股票价格。如果参股的企业股票价格高，你就容易错误地判断：纯参股的价格与企业股票价格相当，甚至更高一些，此时买入有很好的安全空间。这时你实际上是错误地把参股企业的股票价格（你可能会辩称为市场公允价值）当成了价值，这种分析肯定不会得到满意的投资结果。这时你要进一步分析判断：所参股企业的股票价格到底安全空间有多大？这个安全空间的大小直接影响到你将要买入股票的正确估值。③缺乏综合分析。一般情况下，对于要投资的标的股票，部分价值投资者并未对企业做长期的跟踪考察，而是临时抱佛脚的用市盈率、市净率等大概算一算、估一估，并未用长期（起码是三年以上吧）销售增长、利润增长、现金净流情况、毛利率、存货周转率、应收款情况等财务指标综合分析、比较、印证。这样较为充分的分析才会有一定的深度，才会相对的客观，结论的正确性也会大大提高。

5. 能力圈限制不严。每一个人的能力圈不是静态的一成不变，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是一个动态的状况。但对我们部分非专业投资的人士，容易受市场诱惑，这山看着那山高，自觉不自觉地走出能力圈。离开自己职业所处的熟悉行业，离开自己日常生活紧密接触的行业，离开自己通过学习了解的行业，只因预测前景灿烂而一头扎进所谓专家或业内人士了解的行业。比如前两年疯狂炒作的稀土概念股，有多少人知道稀土是什么？它含多少种元素？怎样开采加工？不同元素有哪些用途领域？商业盈利模式是怎样的？超出能力圈，仅凭一个模糊的概念购买股票，无异于缘木求鱼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九节 主要财务指标简析

对于企业主要财务指标跟踪分析，按上市公司现有财务报表信息披露制度，一般分季度、半年和年度公布，因此最好是按季进行监测。对企业长期稳定经营考察分析以运用年度财务指标为佳（例：表 3—2）。企业财务指标很多，可根据自己能力、偏好来设置。指标个数也可多可少，但最好是能相互印证，以进行相关性分析：

1. 销售收入（营业收入）。这是企业财务中最主要、最基本的指标之一，它主要可以描述企业的规模，连续按季考察，与同季比较，就可以判断企业经营是否正常，生产销售的产品是不是越来越多。如果与净利润、经营净现金流结合考察分析，就可以判断三项费用是否增加。如：销售收入与净利润增长基本同步，也就可以判断三项费用可能基本合理。如果经营净现金流减少或为负数，就证明有较大的应收账款计入了销售收入，当期净利润可以说也是在应收款之中。如果这种现象周期性出现可说是企业特性决定，如果某种原因偶尔出现也可以理解，如果连续长期出现，特别是应收款项不断放大，就要引起警惕了。如果企业的经营净现金流长期为负，其经营可能正面临经营流动性枯竭的危险。把销售收入与商品或服务现金流入进行比较，就可以判断销售收入的质量和应收账款在销售中所占比重是否正常合理。

2. 净利润。这一指标人人皆知，是企业经营的核心指标，是企业经营成果的具体反映。把这个指标与销售收入、净利润增长率、净资产收益率、经营净现金流、毛利率、应收账款和负债等结合分析才有意义。在净利润与销售收入和主营利润同步增长的条件下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果净资产收益率上升、经营净现金流大于净利润、毛利率不下降、应收账款下降甚至极少，负债水平低等，这些指标健康，企业所取得的利润成果才真实可靠。

3. 经营活动现金净流量。这个指标我认为主要可以用于对企业经营利润真实性的验证，同时还可以结合应收款项、预收款项来分析企业产品的竞争力。应收款低，预收款高，再加上经营现金净流量稳定增长，这就说明企业产品越来越有竞争力。如贵州茅台、五粮液预收账款动辄几十亿、上百亿元，经营活动现金净流量也就越能稳定增长。稳定的经营活动现金净流量是企业稳定经营、稳定盈利、稳定增长的结果，是企业核心竞争力的体现，是企业财务强大的根本。经营活动现金净流量长期稳定增长的企业，就是被巴菲特先生誉为具有牢固的壁垒和深广护城河的明星企业。

4. 存货。对于一般经营企业，存货的不断增大就意味着经营出现不利状况。如 2012 年乘用车企业每季存货压力继续加大，库存深度达到 1.4，创近一年新高。这可以说是经过 2008 年、2009 年、2010 年大发展的必然结果，在 2011 年、2012 年所有扩产产能释放后，产能过剩将加剧，车企存货将会快速膨胀。再如太阳能光伏多晶硅企业天威保变销售收入 2012 年三季比同期下降 60%多，而存货反而增加了 29.32%，这个知名企业与中国的太阳能光伏产业一道面临着国内极大的过剩产能压力和国外频繁严厉的反倾销处罚等。这个时候还会伴随应收款项快速增加、资金周转变慢、经营净现金流萎缩甚至为负、利润快速下降甚至大幅亏损。

一般情况下，存货连续增加是一个企业经营恶化或一个行业衰退的明显症兆。反之亦然。有的还要具体问题具体分析。有的存货会越来越值钱，至少不会贬值。如黄金生产企业、白酒生产企业、盐业生产企业等。可有的企业存货连续增加可能就会造成沉重打击，如服装生产企业、鲜乳生产企业、电子产品企业、商业超市企业等。

5. 毛利率。毛利率是毛利与销售收入（或营业收入）的百分比。毛利是收入和与收入相对应的营业成本之间的差额。用公式表示：

毛利率＝毛利÷营业收入×100%＝（营业收入－营业成本）÷营业收入×100%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛利率是反映行业特性或企业产品竞争力的指标。如垄断定价行业毛利率一般都很高，像高速公路、银行业、石油天然气、供水供气供电等。产品有核心竞争力的企业毛利率高，如贵州茅台、五粮液、云南白药、东阿阿胶等。产品有核心竞争力的企业，在股市的表现上比一般的股票（包括国家垄断行业企业）要好得多。比如2008年在A股股市整体大跌70%以上的情况下，云南白药的股价居然创下了历史新高（复权）。如果股票市场上遇到毛利率长期稳定在50%以上，净资产收益率在20%以上的企业，那将是值得我们长期甚至永久持有的股票。

6. 所有者权益。所有者权益又称股东权益、净资产或企业账面价值，它是指企业总资产中扣除负债所余下的部分资产。它是指股本、资本公积、盈余公积、未分配利润之和，代表了股东对企业的所有权，反映了股东在企业资产中享有的经济利益。

股东权益比率是企业净资产与资产总额的比例，该比率反映企业资产中有多少是所有者投入的。股东权益比率越高企业的负债水平就越低，一个负债水平低的企业其财务一定比较健康。特别是中国企业绝大部分的债务为银行贷款，如果利率水平上调，企业的经营立马会受到影响，毛利率低的企业的利润将会很快被提高的利息蚕食。因此，负债率低的企业可以有效地减缓或避免贷款利息波动的冲击，这也是长期稳定经营优良企业的特征之一。

7. 净资产收益率。又叫股东权益收益率，是净利润与平均股东权益的比率，是公司税后利润除以净资产再乘以100得到的一个百分比率，该指标反映股东权益的收益水平，用以衡量公司运用自有营运资本的效率。指标值越高，说明投资带来的收益越高。它与毛利率的高低呈正比例关系，毛利率越高的企业一般净资产收益率也比较高，净资产收益率高的企业一般属于低资本消耗型、无形资产高（企业核心竞争力强）的企业。股票市场倾向给予这一类企业的股票较高的收益溢价水平，市盈率一般要高过净资产收益率低的企业股票。这可能与股票市场规律有关，据美国有专家统计，净资产收益率在10%以内的部分，市场一般会给出10倍的市盈率，而超过10%的部分可能会给出更高的市盈率，定价会更高。如快速消费类、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

文化传媒类股票。反之亦然，如钢铁类、造纸类和化工类等股票。在股票市场上，采取购买净资产收益率长期保持15%以上企业的股票投资策略，其投资成绩将会达到一个满意的水准。

除上面的指标外，还有一些重要指标与所分析的七个指标关联较大，要格外关注。如流动比率、速动比率、资金周转率、应收账款、长期负债等。

表3—2 泸州老窖主要财务指标考察分析表

年份	营业收入（万元）	增长率（%）	净利润（万元）	增长率（%）	现金净流（万元）	存货（万元）	毛利率（%）
2006	192621.45		32256.64	598.48	35697.94		56.35
2007	292685.45	51.95	77336.71	139.75	122882.96	123935.97	56.93
2008	379837.87	29.77	126598.79	63.7	81397.93	118869.45	66.07
2009	437042.25	15.06	167333.91	32.18	106735.71	119560.77	66.65
2010	537087.18	22.89	220524.4	31.78	135128.15	148555.41	69.41
2011	842791.00	56.91	290502.72	31.73	397256.76	213316.77	66.23

注：由于表格所限，只列举了五个财务指标。企业财务指标按季跟踪考察与此表模式相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十节
强周期性企业投资分析

对周期性行业企业的股票进行投资，也是价值投资策略的重要组成部分，它主要是利用行业衰退萧条时产生的巨大安全空间（股价跌幅往往会达到 80%以上，市净率一般都会进入 1 倍、0.5 倍，甚至折价 2/3）时期大量买入，然后，耐心等待行业复苏繁荣，股票价值回归到合理水平，或者进入股价泡沫阶段卖出。根据国际大师们投资周期性行业股票的案例看，无一不存在一种遗憾：买入过晚，卖出过早。这也许是投资周期性股票的宿命吧，但能赚钱的宿命谁会不喜欢呢？

经济周期一般由繁荣、衰退、萧条、复苏四个阶段构成。繁荣、萧条是两个主要阶段，衰退、复苏是两个过渡性阶段。它们分别有四个特征：复苏阶段开始时是前一阶段的最低点，产出和价格均处于最低水平。随着经济的复苏，生产的恢复和需求的增长，价格也开始逐步回升。繁荣阶段是经济周期的高峰阶段，由于投资需求和消费需求的不断扩张超过了产出的增长，刺激价格迅速上涨到较高水平。衰退阶段出现在经济周期高峰过去后，经济开始滑坡，由于需求的萎缩，供给大大超过需求，价格迅速下跌。萧条阶段是经济周期的谷底阶段，供给和需求均处于较低水平，价格停止下跌，经济运行处于较低水平上。周期性行业企业其经营好坏与整个经济周期繁荣、衰退、萧条、复苏四个阶段的运行水平密切相关。当然，应该说所有的行业和企业都与宏观经济相关联，都有其周期性。也可以说所有的行业和企业都逃不脱商业周期的宿命，只不过存在强弱的区别罢了。在这里我们主要是探讨强周期性行业和企业的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资策略问题。

一般情况下，行业繁荣、衰退、萧条、复苏四个周期阶段的循环是遵循整个产业链条上下游顺序逐次关联发生。如衰退一般始于基础设施建设、机械、装备制造、汽车、房地产等下游行业。向上漫延就是零配件、化纤化工、矿石冶炼、石油化工、金属加工等中游的制造业。再向上漫延就是矿藏采掘、石油开采、煤炭挖掘等最基础原料上游行业。复苏同样遵循这一产业链上下游路径展开的。由于所处的历史时期不同，生产力水平不同，科技发达程度不同，经济周期涉及产业上下游的行业企业也不尽相同，甚至有时方式也不一样，要具体问题具体分析，结合客观实际拿捏把握。

周期性企业在行业景气度高峰期销价与销量齐升，行业不景气时期正好相反。影响周期性行业企业盈利的主要因素包括产品价格、市场需求、资本开支、产能利用等。其中产品价格和市场需求是关键性因素，二者决定周期性行业企业的盈利水平。强周期性行业企业的产品价格、市场需求在繁荣与衰退期间波幅巨大。例如 2007 年 10 月至 2012 年 11 月（可能还会持续一段时间）经济减速期间，有色金属、航运、光伏、风能、钢铁、化工等盈利都出现了极端状况。钢铁行业每吨钢材的毛利不抵一斤猪肉的毛利（可能有点儿夸张），行业出现大面积亏损；太阳能光伏产业中的主要材料——多晶硅，在 2007 年左右行业高景气时期，每公斤高达 500 美元以上，而 2012 年 7 月每公斤只有区区 30 美元了，跌幅高达 94%以上，还会跌多少着实难料（果不然 2012 年 11 月多晶硅已跌至 16.835 美元/公斤，跌幅加深至 96.66%，但愿这个价格不会再下滑了。作者注）。其盈利水平下降幅度就可想而知，许多厂家在此波光伏产业不景气中关闭产能，甚至有很多企业倒闭（中国光伏龙头企业无锡尚德于 2013 年 3 月 20 日宣布破产）。强周期性行业企业有一个致命的不良“嗜好”，热衷于在行业景气度高峰期盲目扩张，如之前的多晶硅、钢铁、水泥等。目前又轮到汽车行业了，在 2012 年产销预计 1900 万辆的庞大基础上，各汽车厂家仍在不遗余力地抢地盘、争项目、搞扩张，一旦行业进入衰退期将会形成庞大的过剩汽车产能，这些过剩产能不但削弱了车企盈利水平，而且还将产生庞大的折旧、摊销、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债、维护等费用支出。接下来的是衰退期折价销售，这对于购车一族来说确实是绝好消息。由此，可反向思考一下是不是更好一些，对于在行业复苏繁荣来临前（即萧条后期阶段）理性维持规模和扩张产能，肯定比繁荣时期扩张风险小、获利大。行业萧条时期能有勇气采取各种形式进行产能扩张的企业更值得关注、跟踪，甚至可做一定的数额投资。如中国南玻集团股份有限公司（000012）在光伏行业产能过剩的背景下，一手加强太阳能光伏产业综合竞争力，一手拟“加码”精细玻璃产业。2012 年 12 月，南玻拟在宜昌建设精细玻璃及超薄电子玻璃项目，总投资近 30 亿元，将建设一个年产 3000 万片的智能手机及平板电脑触控模组一体化产业园和一个年产 3.5 万吨超薄电子玻璃的生产基地，项目投产后可实现年销售收入 60 多亿元。南玻本来就是 A 股市场中的优秀企业，它生产各种玻璃、太阳能多晶硅等，属强周期性行业企业，但在国家打压房地产和欧美对中国太阳能光伏产品严厉反倾销惩罚等多重不利环境中，公司仍然保持较高的经营现金净流量、净利润绝对额和较为稳健的财务状态，是强周期光伏行业中的龙头企业。

如果在股市中投资周期性行业企业，其复杂性和难以预测性，对其投资的专业水准要求要比其他投资策略更高，风险程度比其他投资策略也相对较高。因为，强周期性行业企业的股价涨跌幅度，一般比弱周期企业要大得多。如光伏企业天威保变股价，从 2009 年 8 月最高 38.19 元下跌到 2012 年 12 月的 5.43 元，跌幅高达 85.78%。因此，投资周期性行业企业首先要了解其高风险性，并有充分的思想准备。经济高涨的大牛市中强周期性行业企业的股价会被超出想象地炒翻天。如 2007 年的大牛市中中国船舶（600150）被炒到 436 多元（复权后，下同），几乎近百倍。而到了 2008 年 10 月最低下跌至 46 元，跌幅近乎 9 成。江西铜业（600362）等近 10 家有色上市公司跌幅几近 90%或以上。强周期性行业企业的股票价格在衰退时期，深度跌幅远远超出我们的想象，所有强周期性企业的股价最大跌幅一般会超过 80%，这就是我们投资难以把握的风险所在。繁荣时期，强周期性行业企业远远超出想象的股价涨幅，也是其高风险高回报的魅力所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据国际投资大师，特别是彼得·林奇投资周期性行业企业的经验，他把低市净率（PB）（一般会低于1）和较高市盈率（PE）（越高越好）作为买入强周期性行业企业的前提条件。只有这种情况下强周期性行业企业实际估值才有充分的安全空间。他在美国汽车行业全面衰退时期，对于在克莱斯勒等一批车企的大比例投资（都占到车企总股本的5%上限），取得了超出人们想象的巨大收益，同时也成就了一代投资大师。他事后实话实说：投资周期性行业企业（也可以说是困境反转型企业的一类）是最赚钱的投资策略。他一直对投资克莱斯勒等车企公司的股票而津津乐道，便可知道他对投资周期行业企业的钟爱。

投资周期性行业企业的特殊性和复杂性，决定了在相关调查分析方式方法上与其他投资策略存在明显的不同，在分析、判断等方面要更具有专业水准。本人认为起码应该重点关注10个方面的事项：

1. 对周期性行业企业的估值难度甚大。主要从行业多年平均收益、企业上轮周期主要财务数据、与历史高低股价、与历史高低市净率等进行比较。更重要的是行业景气的底部、顶部的正确判断几乎是不可能的。因此，只能根据历史数据比较，大致得出一个景气底、景气顶相对的股价区间，分批投入或卖出。

2. 与正常的股票分析相反。周期性行业企业市盈率越低实际估值反而越高。本人在投资南玻B股、晨鸣B股期间，就犯了这样的错，市盈率在5倍时，股价最高时，只做了部分减持，错过了最佳全部卖出机会。2012年11月PE上升到几十倍以上，股价却趴到了地下，市盈率高倍数时周期性行业企业反而估值一般处于低位。这时市净率会更低，行业景气底部周期性行业企业的市净率一般会明显降低。特别是强周期行业企业一般会远远降至一倍以下，极端时也有降至三四成的情况。如果出现这种情况无论从安全空间方面，还是从清算保本方面考虑，都是大量买入投资的良机。同理，行业繁荣时期，价值回归，市净率会上升到一倍以上，甚至两三倍以上，市盈率也会降至个位数，这个时期便是投资周期行业企业获利了结之时。从这个方面来看，投资周期性行业企业参考市净率可能更为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

靠谱儿一些。

3. 参考行业景气度判研投资周期性行业企业的进出时机可能会加大优势。行业景气度处于峰值期是风险最大的时期，股价巨大的涨幅一眼都看得出（当时本人的南玻 B 盈利比高达 500%，居然没有全部卖出，奇怪当时自己为何如此迟钝?），峰值期过后便是衰退萧条，这是一条漫漫“熊”途，一两年或更长的时间内仍是买入周期性行业企业股票的极度谨慎期。

4. 切记不要以股票价格跌幅较深为由进行买入操作。强周期性行业企业的股价跌幅远远会超乎人们意料之外，就是股市中股民常说的一句调侃话：没有最低，只有更低。处于强周期衰退阶段企业的股价，会不断地被拦腰斩断。

5. 强周期性行业企业在盈利大幅放缓，甚至亏损时期也不是好时机。只有等到行业出现大面积亏损，甚至许多业内企业破产，这时才可以称之为强周期企业的安全投资期。2012 年上半年中国大陆在某些行业、某些地方已经出现了企业倒闭潮，先是低端出口企业，后是新能源企业，往后可能就是新兴金融业、房地产业和汽车行业了。在地方上先是东莞，后是温州，再往后不知是谁了。

6. 如果不是行业内人士，不要高估自己对周期行业的把握能力，没有相应的行业知识和行业经验，对行业的市场规律认识不清，最好先不要做这方面的投资。可以加强学习，完成由外行成为内行的转变后，再进行周期性行业企业的股票投资。

7. 牢记阶段性持有强周期性企业的股票。它不像成长类好公司，长期持有或许 10 年能增长 10 倍，甚至更多。但周期性行业企业的股价会随着收益的好坏做高低起伏波浪式轮回运动，如果不在盈利高峰期卖出，股票价格一般会跌到前期萧条的低点，以至于吞没在复苏繁荣阶段辛苦持有产生的盈利。因此说，周期性行业企业的股票不能超出复苏繁荣期长期持有，复苏繁荣阶段性持有才是投资周期性行业企业的最优策略。

8. 切勿生搬硬套一个模式，要坚持一业一策投资周期行业。因为不同行业的性质、特点、政策、管理、产业链、市场环境等等的差异性，客观上也要求对不同行业的投资采取不同的策略、方式和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判断标准等。如对钢铁、纺织、化工、房地产、汽车等行业绝对不能只用一种方式方法投资，甚至对行业中的子类企业也不尽相同。房地产行业中有商业地产、旅游地产、住宅地产等。汽车行业中有工程类、货运类、乘用类等。纺织行业中有工业材料、民用面料等。

9. 投资周期性行业企业必须选择行业龙头企业。因为只有行业的龙头企业才有在衰退萧条期生存下来的高确定性，并能坚持到行业复苏繁荣。而非龙头企业很可能会在黎明前的黑暗中倒下，再也看不到第二天的太阳。

10. 回避产业国际大转移的行业。中国近 30 年来的发展就是得益于赶上了发达国家劳动密集型产业大转移的好时光。如钢铁、纺织、化工等行业。如果在美国 20 世纪七八十年代经济衰退期间投资钢铁、纺织等劳动密集型周期性产业，其投资业绩将是大失所望的，甚至是一场血本无归的败局。股神巴菲特在他认为以非常大的便宜收购了伯克希尔·哈撒韦纺织企业（在美国可是历史悠久的一流的纺织企业）后，为经营管理、市场营销等受尽煎熬，在产业国际大转移的潮流面前，他败下阵来，贴钱卖掉厂房设备，将纺织企业转型成为投资控股公司。目前，中国的这些产业在什么时间又会转移到什么地方呢？

基于强周期性行业企业投资的复杂性、专业性和不确定性，非机构投资者、非业内人士、非行业专家等，最好不要重度参与。就像巴菲特老先生告诫的一样：我们从不试图跨越七英尺高的栏杆，我们所寻找的只是轻易跨越的一尺高栏杆。中国的一句老话也可在此引用到对强周期企业的股票投资：没有那金刚钻，不要揽瓷器活儿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一节
企业业绩“变脸”的客观分析

按照价值投资原理，对买卖和持有股票都有一套操作策略。如买入股票讲究的就是要有足够的安全空间，通俗的说法，在 0.5 元钱可以买到 1 元钱东西的时机来临之际，便是购买股票之时。

卖出股票把握的前提条件：一是股票达到或超过其内在价值；二是研究中发现更具优势的股票；三是所持股票的公司基本面开始变坏，业绩出现下滑的拐点信号。第三条便是这一节要探讨的问题。按一般操作策略，一旦公司发出业绩“变脸”的警示公告，就应该果断行动，卖出“变脸”的股票。有国外机构对业绩“变脸”的公司股票价格表现做过不完整的统计，公司披露业绩“变脸”公告后，其股价均会出现超过平常时期，呈下滑趋势上下波动，这个波动区间大约平均下跌 17%左右。此后便会出现半年到一年左右的相对平静期，如果再出现业绩“变脸”等公告，其股票价格便会再下一个台阶。因此，业绩“变脸”卖出股票大体来看，还是符合价值投资股票卖出的第三条策略依据：基本面变坏。

这条策略对于非周期行业企业其吻合度和有效性还是比较高的。但是对于周期性的企业在其业绩“变脸”连续 3～5 次之后，时间大约 2 年后，强迫自己买入股票可以说是一种明智的策略。这里有一个例子：苏宁电器（002024）从 2011 年一季度开始净利润增长速度明显变慢，由 2010 年底的 38%增速下降到了 2011 底的 20.13%，进而从 2012 年一季度开始净利润呈 15.30%的负增长，三季度负增长扩大到了 31.27%，近两年净利润下降共计超过了 50%（2013 年一季度净利润同比负增长 48.18%，创下单季净利润同比下降历史记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

录）。股价从 2010 年 10 月最高价 16.5 元下跌到 2012 年 8 月的 5.57 元，近两年股价共计下跌 66.24%。很明显近两年苏宁电器遇到了业绩下滑的困境，一是经营模式由电器连锁向“超电器化”方向转型加速；二是由单一实体网点经营向大电商与实体店并重协调发展方向转型加速。在公司处于转型困难期，2012 年 1 月 13 日公告，管理层完成了增持行动：2011 年 12 月 13 日至 2012 年 1 月 12 日期间，公司副董事长孙为民、总裁金明、副总裁孟祥胜、副总裁任峻及其他 12 名核心管理人员通过深圳证券交易所系统在二级市场上合计增持公司股份 2363.04 万股，约占公司股份总额的 0.338%，增持总金额约为 2 亿元。这些高管层用真金白银增持自家公司股票，增持平均价格在 8.5 元左右/股，说明公司高管层对公司转型和发展充满信心。接下来的 2012 年 7 月间，苏宁电器完成了 47 亿元的募资，这是公司上市以来最大规模的增发。此次增发股份共计 3.87 亿股，增发价格为 12.15 元/股。大股东张近东以自己的全资子公司润东投资的名义认购了 2.88 亿股，动用现金 35 亿元。北京弘毅投资认购 9876.54 万股，出资金额为 12 亿元。选择苏宁是弘毅的投资决策人相信苏宁有机会成功：千亿元销售收入，1900 家实体门店，能够配送 1500 亿元的网络，以及准备“玩命一搏”电商的张近东。其理由有三个：第一，苏宁电器多年来始终有清晰目标和优良战略；第二，历史证明张近东领导的苏宁团队一直在给股东创造价值；第三，苏宁电器过去每年净利润增长超过 35%，股票增值 20 多倍。弘毅资本总裁赵令欢称，苏宁电器以前只是布局，好东西都在后面，能在电商中分一杯羹，苏宁显然是最有保障的投资对象。大股东、弘毅资本（联想控股）参加巨量巨额定向增发和公司高管大额增持公司股票，说明无论是大股东、高管层，还是实体界、资本界对苏宁公司有底气、有信心。如果按公司股票价格算，共计下跌折价了 60%以上。如果按市销率估值的话，2011 年销售收入为 939 亿元，是 2012 年 12 月公司股票市值 494 亿的 1.9 倍。如果按高管增持平均股价 8.5 元左右与现 5.57 元之比算，折价 34%，按大股东和弘毅资本 12.15 元增发价格与现价之比算，折价超过了 54%。从这四个折价因素考量，这个时候应该是买入苏宁电器股票的良机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上述例子告诉我们，对待业绩“变脸”的问题，不能一概而论，要具体问题具体分析，要透过业绩“变脸”这个现象，探索其本质性的东西。首先要分析企业所处的行业及其地位是否稳定可靠，在现实生活中我们发现，即使是那些业务性质比较稳定的公司，在有些时期经营业绩也会出现起伏变化。如：目前高速公路行业由于车辆通行收费价格管制、收费政策不确定和汽车销量下降等因素，行业出现盈利水平下滑。高速公路行业在中国主要处于省（市）地域性行政垄断之中，其行业地位、经营收入可以说还是相当稳定的。特别是稳定的车辆通行收费，确保了经营现金流的稳定，有力地支撑着行业复苏的时期到来；其次，最好运用5～10年的平均收益作为估值的主要依据。短期的收益水平具有偶然性和不完整性。运用长期平均数可以有效的烫平短期业绩大起大落造成的收益数值采用的偏差；最后，判断公司业绩“变脸”是短期因素还是长期因素，是本质性因素还是非本质性因素。如长虹电器在彩电技术发展方向上，错误地押宝在等离子技术上，结果在液晶技术大行其道的市场中几乎被淘汰出局。再就是所谓的产业转移行业也要格外小心，如纺织业由英美等国转移到日本、台湾等地，再转移到中国大陆，下一个转移地是南亚等国还是非洲很难说，不过肯定会发生转移。再优秀的管理者在这些行业也难有大的作为，俗话说得好：再英勇善战的骑士也难以在劣马上驰骋疆场。

对于业绩“变脸”这个问题，我们明智的做法就是首先分析判断“变脸”的原因是长期毁灭性的，是短期伤害性的，还是暂时麻烦性的。进而再认真分析该企业的盈利能力，这方面主要体现在该企业过去长期年均收益表现，判断其盈利能力的发展趋势。如果趋势不变就继续持股，如果趋势上升就增持，如果趋势向下就卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二节 耐心等待大机会

价值投资就是要找到公司价值与公司股票价格之间的差异，即安全空间，按价值投资的一般性惯例，股价比内值低50%以上的才具有投资价值。并不是什么时候都有很好的安全空间机会，因为股票市场在大多数时间是有效的，股票价格较为充分地反映了股票基本面和市场信息的影响因素。但有时也是无效的，这个时间的股票价格是很少或不考虑股票基本面和市场信息影响因素的，这就是常说的非理性下跌或非理性暴涨。价值投资者寻找、等待的就是无效市场的发生，特别是在非理性暴跌时期勇敢进场或增持股票。

安全空间在以下几种情况下出现的几率会更大：

1. 大市进入集体恐慌的羊群效应时期，很多股票价格会出现安全空间（如2008年9月巴菲特先生开始大量进入）。因为宏观经济预期不好，甚至极度悲观导致整个市场低迷。整个市场低迷通常是股票大面积被低估的最明显的原因。是否低迷到可以进场，这就需要投资者具备几个基本的工具来评估总体的市场水平。如股市总市值与GDP比较，市场整体的市盈率（PE）、市净率（PB）、市场平均每股价格等与历史低位比较，当然还有很多其他工具，而不是预测。把对总体市场水平的评估与个股评估相结合，做好进场或增持准备。

2. 行业整体不景气或出现对行业集体性偏见时期。如从2009年下半年以来的一系列打压房地产政策、政府融资平台贷款和利率市场化等，担心金融业产生大量不良贷款、业绩出现下降拐点等问题，使得银行金融股在盈利大幅增长的形势下，金融股股价不断下跌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的甚至接近于2008年10月次贷危机时的水平。如果按市盈率（PE）和市净率（PB）来评价，甚至比上证指数1664点时更低。再就是与房地产相关的钢铁行业、建材行业、机械制造和化工行业等，出现行业整体性不景气，股价一落千丈，很多股票进入了破净行列。

3. 明星企业出现爆炸式坏消息但又不是大伤元气的坏消息，股价可能跌入一个不可思议的价格，出现极大的安全空间。如巴菲特先生购进运通、可口可乐等。在中国A股中，如贵州茅台2010年上半年出现赤水河干枯和禁止酒驾坏消息，伊利股份2008年9月遇到的三聚氢氨恶性食品安全事故等时期，企业股价都出现了大幅下挫。

4. 没有人或很少人关注的企业和行业板块。如果一家小公司或一家夕阳产业公司等没有机构和市场分析人员关注，就可能容易被低估。还有在中国股票市场的B股板块与A股相比长期处于低估状态。因为B股创办时就是为了吸引外资投资，之后因外资投资不旺，陷入边缘化的尴尬局面时，才允许中国内地人投资。不过，要用人民币兑换成美元或港元，才能另行开户投资。不知是货币兑换的难度问题，还是市场的偏见问题，几乎听不到分析师的推荐，投资者关注的就更少了。由此，出现B股与A股长期同股不同价的中国股票投资市场的怪现象。不过，这给价值投资者留下了一块安全空间更大的领地。

5. 公司拥有潜在的隐形资产，其价值远远大于目前股价。但如果你没有能力激发隐形资产的价值显现，那可能就是考验你无限耐心的一场漫长的美梦了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三节
牛市安全空间不安全

尽管价值投资要求我们在股票市场寻找具有较大安全空间的股票，并做一定比例的买入，等待股票价格逐步回归到价值的时候减持或卖出。但如果这种场景是在大牛市中出现那又是另一码事了。可能你会说，如果在大牛市中，则是难以找到具有较大安全空间的股票的啊？难找不等于没有。一些重资产的行业就有可能出现每股股价稍低每股净资产的情况，还有某些公司的增长速度是其市盈率的两倍或更高，企业市值略低于自由现金流法估值的。如晨鸣纸业B股在2007年5月至2008年初的大牛市高位期间每月仍有较多机会在公司每股净资产6.72港元以下买到股票，其中：在2007年的5、6、7、8月和2008年3、4月能在6港元以下买到，在2007年8月居然能在5港元以下买到股票，市净率（PB）只有0.7倍左右。但它还是扛不过大熊市，在2008年6月开始猛烈下跌，2008年11月最低跌到1.63港元，下跌幅度达76%（图3—3），比大盘跌幅更深一些。如果当时在过热的市场中，对手中有钱而急于找到投资标的的价值投资者来说还是具有一定的诱惑的（大牛市中几乎是不会有市净率小于1的股票），极有可能在大牛市的尾声买入安全空间较低的股票。你所购买的具有低安全空间的股票来不及价值回归，可能就要随着大市迅猛下跌了，或许你就刚好被套牢在高高的山峰上。

你可能会说，所购买的股票有一定安全空间，或者这一轮牛市它就没有像样的涨过。我想要告诉你的是，越是大牛市不涨的股票，如遇股市下跌就越倾向于下跌，其下跌的幅度可能还要大于市场平均下跌幅度。一轮大牛市的后面紧跟而来的是一轮大熊市，股市下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

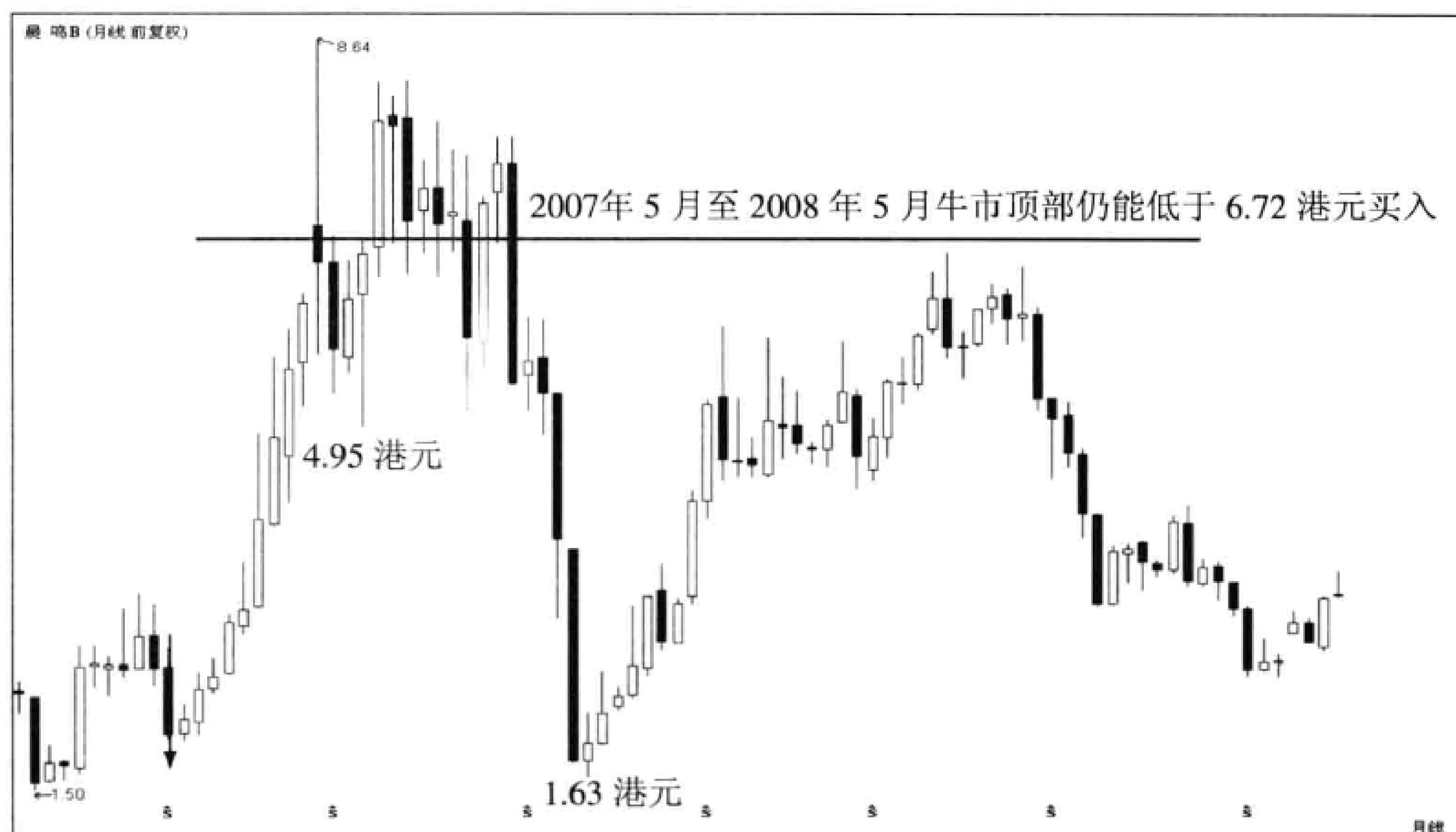


图 3—3 2005 年 9 月至 2012 年 12 月晨鸣 B 月 K 线图

跌是快速而猛烈的。根据相关方面的统计，在一定时期内每一只股票都会有较大的跌幅，基本与大盘同步。正所谓：覆巢之下，焉有完卵。如果是某一天股市大发神经病整体猛跌 7%以上，整个股市中也有 5%左右的股票可能泛红，其余皆绿；如果某一年股市熊性大发整体猛跌 70%以上，所有的股票都会随之大跌，可以说无一幸免，而不管你的股票在牛市购入时有多少安全空间，它同样会随大盘照跌不误。

在大牛市中克制购买股票的欲望和冲动是你股票投资成败的关键因素之一，更为理性的行为应该是对自己的投资组合跟踪检查，对超过估值的股票要清仓，对接近估值的股票要合理减持。不断积累手中的现金，以备即将来临的大幅下跌时期，在低谷区域逐步购买一直跟踪更具有安全空间的优质企业股票。熊市股票价格一般都会跌入股票价值区域以内，在这种极端情况下购买股票会有效地减少或避免错误，增加操作的正确性，从而大大提高投资盈利的概率。面对这种难得的机会，巴菲特自己曾调侃道：我就像一个好色的小伙子一下子进入了女儿国。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四节
市场先生极端情绪化部分相关指标

巴菲特一再强调，不要指望投资者从今天所看到的东西影响其投资策略。我们的投资者应当基于以下因素：第一，即使知道经济总体的发展趋势，这并不意味着你就知道股市会如何发展演变；第二，投资者不可能在选股上比别人优秀很多。股票只有在持有相当长时间之后才会称得上是个好东西。巴菲特老先生说第一条意思是股票市场的走势难以预测，因此买卖股票不要依赖于对宏观经济形势的预测，买卖股票的唯一依据就是股票价格相对于价值是否具有足够的安全空间或超过自身价值。第二条说的意思与第一条紧密相关，投资者要比别人更有耐心和勇气，手握现金，等待股票价格到达估值低位。再就是投资者要比别人更有耐心和决心，克服短期暴富心态和急躁情绪，长期持有股票，等待股票价格到达估值高位。这里就涉及一个关键的问题，就是对于股票市场情绪（价格过低或过高）的判断。虽然价值投资派（也叫基本面派）不主张对股票大势和个股进行短期预测，但对于整个股市或个股股价是否过高或过低还是要进行评估的，如果没有这样的评估也就谈不上投资了。当然，要评估就要有评估的指标。对中国的散户来讲，我认为采取股市综合指数、平均市盈率、平均市净率、平均股票价格、IPO 发行情况等指标，作为投资操作的指标还是具有较高参考价值的。在这里为啥只介绍这几种指标呢？主要是考虑我们散户最容易理解和掌握，相关数据也容易弄到手。不建议硬要使用专家级的数据和指标，这是因为诸多专家级的判断评估工具不仅数据难得，特别是庞杂的宏观经济金融数据和数学模型，晦涩而复杂，不一定有效。工具不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在于多少，也不在于简单复杂，而在于能够发挥我们的综合素质和历史经验熟练运用几个，并且还要有熟练运用几个指标进行互相印证的技巧，这样得出的结论可能更为可靠一些。研于精细，存乎于心，窥其之妙，才能真正明白条条大路通罗马的道理。

1. 股市综合指数指标。这是我们时时能见到的指标，也是我们最熟视无睹的东西。比如在 A 股中的上证指数、深成指数、沪深 300、上证 50、沪深 50 等等，如果和历史 K 线进行比较，再辅之其他工具，股市是否过热或过冷，还是容易大致做出判断的。为什么我们会在股市过热的时候依然恋战，加大投入呢？不是利令智昏，就是鲁莽无知。为什么我们会在股市过冷的时候割肉逃跑，认栽认赔呢？不是恐惧作怪，就是自信不足。总之是在非理性状态下我们不可能做出正确的决策和合理的操作，那怕上证指数的点位不断创下新高或新低，过热、过冷一目了然。

2. 股市整体市盈率（PE）指标。市盈率是股票价格除以每股收益所到的一个倍数，它可以分为个股市盈率、股市整体平均市盈率、行业板块平均市盈率，等等。一般情况下可以描述为投资股票需要多少年才能收回投资。比如一只股票每股收益 1 元，我们以 10 元的价格买入，那么大约需要 10 年我们才能收回投资成本（这里未考虑复利和折现因素，只是简单算术相加），这种结果还要以这个公司按这种经营状态保持 10 年为前提条件。还有一种说法就是我们以 10 倍的市盈率买入的股票，该公司 10 年的业绩增长需要平均保持在 10%以上，才能收回投资股票的资本金。那么，如果我们非常幸运，以 10 倍的市盈率买入了收益年均增长 25%以上的公司股票，可就发了大财了。如满 10 年且 10 倍市盈率不变的情况下，将赚得 10 倍的利润，当初的 10 万元就会增值为 100 万元（这就是复利的奇迹）。如果把股市整体平均市盈率用来判断市场冷热程度，其原理是一样的。如 A 股上证指数在历史低点 2005 年 6 月 6 日（998.23 点）的市盈率为 13.57 倍，2008 年 10 月 31 日（1664.93 点）的市盈率为 21.17 倍，取其平均值为 17 倍左右，由此，我们可以判断 A 股市场整体市盈率掉入了 17 倍左右的区间时期就应该是股票市场的极寒地带（最好 15 倍以下，这也是国际股市上许多人认为的合理市盈率），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这时可能就是大举进入或增持补仓之时。A 股上证指数在历史高点 2001 年 6 月 15 日（2245.44 点）的市盈率为 27.08 倍，2007 年 10 月 19 日（6124.04 点）的市盈率为 71.26 倍，取其平均值为 49 倍左右，由此，我们可以判断 A 股市场整体市盈率跃升到 49 倍左右（我认为 40 倍以上就应该彻底走人了）的区间时期，就说明股票市场处于极度狂热之中了。

3. 股市整体市净率（PB）指标。市净率是每股股票价格与每股净资产之比，也可以说是两者之比的除数。一般来说，如果能以每股净资产的价格买入股票可以说是一桩合理的买卖。因为，公司净资产是其所有资产减去所有债务之后的余额。所以说，一般情况下如果能以每股净资产一半以下的价格买入股票，股票价格回归至每股净资产是大概率事件，赚钱的胜算还是比较高的。这种买入卖出股票的方法和策略我甚至认为比预测盈利增长一类的方法和策略更安全一些。预测公司利润长期稳定增长因不确定因素太多而十分困难，但预计公司股票价格回归应有价值（每股净资产）相对就要容易得多，简单得多，同时也好把握得多。为什么我在这里一再用到“一般情况”字眼，是因为净资产与其他财务指标一样都有其局限性和特殊性，这里主要是指不同行业、不同属性公司的净资产有很大的差异性。比如专用设备在总资产中占比大的公司与可交易金融资产在总资产占比大的公司所形成的净资产就具有质的不同，如果公司清算的话，在净资产总额相同的条件下后者的清算价值肯定比前者的清算价值要大得多，因为有很多专用设备一旦停产就可能减值或报废（如玻璃窑、炼钢炉、纸浆池等）。有的变现不易或变现大幅贬值（如纺织机、汽车装配线等）。但将股票市场整体平均市净率高低用来判断市场冷热就不需要考虑净资产的内质问题了。如 A 股上证指数在历史低点 2005 年 6 月 6 日（998.23 点）的市净率为 1.1 倍，2008 年 10 月 31 日（1664.93 点）的市净率为 1.71 倍，取其平均值为 1.45 倍左右，由此，我们可以判断 A 股市场整体市净率落入了 1.45 倍左右的区间时期就应该是股票市场投资的安全时期。A 股上证指数在历史高点 2001 年 6 月 15 日（2245.44 点）的市净率为 1.2 倍，2007 年 10 月 19 日（6124.04 点）的市净率为 5.75 倍，取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其平均值为3.45倍左右，由此，我们可以判断A股股市场整体市净率跃升到3.45倍左右（我认为3倍以上就应该彻底走人了）的区间时期就说明股票市场处于极度狂热之中。

4. 股市平均股票价格指标。平均股票价格就是股票市场总市值除以总股本数所得到的一个除数（这里指A股市场）。平均股票价格与市盈率、市净率一样，都是与大盘指数成正比例关系的，大盘指数越高它随之越高，大盘指数越低它就随之越低。1994年7月29日大盘见历史大底325点时平均股价为4.24元，2005年6月6日大盘见历史大底998点时平均股价为4.77元，这时我们就可以做相应的判断：每当股票市场平均股价进入5元区，那么就证明整个股票市场已经进入了冰河期，这个时候就如常言所说，遍地都是黄金，就看你有没有这个勇气去捡了。这里还有一种现象可以佐证，当市场上出现1元的仙股时，这就意味着市场在向底部接近运行，当市场出现几十只，甚至上百只1元的仙股，那便是整个股票市场的历史大底。2001年6月14日大盘见历史大顶2245点的平均股价为17.51元，2007年10月16日大盘见顶6124点时平均股价为20.16元，两者平均价格为18元左右。这时我们就可以做相应的判断：每当股票市场平均股价格进入18元（保守认为15元就足矣）以上，那么就证明整个股票市场已经进入了极度狂热期，这个时候就如常言所说，风险是涨出来的，涨得越高风险就越大。此时就看你有没有这个勇气和决心减持或卖出手中的股票了。

5. 新股发行（IPO）情况。这个指标好理解，市场过热时，产业资本、证券公司、投资银行、私募基金等股权投资者们，会快速包装一个又一个（其中好企业太少）的公司，快速走完证监会上市流程，跑步进入二级市场，开展疯狂地圈钱运动。因为过热的市场中有一种博傻叫炒新股，逢新必炒，有的新股发行本身市盈率就高达70多倍，甚至更高，很快会被炒到100多倍。相关产业资本和财务投资资本等利益集团都会赚得盆满钵满，最后剩下我们可怜的散户站在高高的山顶上。如果IPO一进二级市场就破发，甚至跌破发行价的2/3以上，但如果仍有利可图的话，这些唯利是图的利益集团是不会放弃新股发行的，这个时候显然还不是股票市场下跌的底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部。只有在 IPO 因无利可图，甚至亏损时各种利益集团才会停止新股发行。这也可理解为产业资本与金融资本在股市博弈的平衡点，这个时候才是有利于二级市场股票买入投资。这种情景也可以用一种具有逻辑性的语言阐述：凡是有利于 IPO 圈钱的时候，就是不利于二级市场股票投资的时候。反之亦然。

6. 银行加息降息情况。原本没有想用这个场景作为判断股票市场高低的工具，但近期的一次降息（2012 年 6 月 3 日第一次降息，7 月 5 日第二次降息，欧洲同时也降息了，看来中国与世界经济都进入了降息周期），使我觉得加息降息路径指示还是有较大作用的。降息一般是在实体经济进入严重衰退期（这时的股票市场也先期进入下跌的末期）时才开始使用，而且一般使用也是非常慎重的。刺激经济开始时，基本上首先采取的是资金价格以外的工具和措施，如：相关行业鼓励政策措施、回购银行票据、下调银行存款准备金等，最后才是降息政策的出台。抑制经济过热，一般也是沿着这一路径和步骤，不过是在操作上反向罢了。在三次降息前后的期间进入股市，总体来说就会取得可观的安全空间。同理而论，在三次加息前后的期间离开股市就会取得和保存可观的即得利润。这里请牢记一个金融法则：利率是所有资产价格的“万有引力”。股市价格更会敏感的受这一法则的驱使。

7. 企业大股东增持、减持情况。这一场景是基于（从 2012 年 1～10 月）股票市场走熊第五年，出现以汇金增持国有银行股，大股东增持低迷的本公司股票，特别是出现像鲁泰、南玻、晨鸣、长安等公司大规模的增持、回购公司发行的 B 股。这一点起码可以说股市中部分股票的价格基本下降到了产业资本能够接受的合理水平，对于股票投资者来说起码可以说股票价格到了比较安全的水平。一般情况下，产业资本对于股票价值的估算要比金融资本、风险资本等更理性、更客观、更苛刻和更准确。同理，出现大股东大面积、大规模、大比例的抛售自家股票的时候，那么，股市的牛市基本也就进入了尾声。作为散户，也应该随之赶紧走人。

本节涉及相关数据可能因为使用的行情系统不同而存在差异。以上评估判断工具最好能够综合运用，切忌单独机械套用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五节 再好的股票在股价高的离谱儿时也要卖掉

致力寻找和研判企业价值被低估的安全空间，是股票价值投资的核心，与安全空间对应的就是高估风险边界。高估风险边界，是指超出企业正常估值的风险溢价。如果我们与根据安全空间买入股票操作进行反向思维，能否根据高估风险边界卖出股票呢?

从理论到实践来看还是可行的。当我们持有的优秀企业股票价格远远超过其正常的估值，进入风险边界时，就应该将其减持或卖出，并当这个企业股票价格由高估风险边界进入低估的安全空间时，可逐步重新买入，从而达到一种价格套利的目的。比如：巴菲特对中国石油港股H股投资就是一个活生生的低估的安全空间买入和高估风险边界卖出的案例。巴菲特老先生坐在他那不大的办公室里，通过分析中国石油的英文版年报，给出了最少有1000亿美元的估值。当时的中国石油的港股H股市值（当时还没有A股）约合350亿美元左右（图3—4），安全空间超过市值185%以上。股价在1.6港元上下波动，巴菲特老先生从2003年4月以前便买入中国石油11.09亿股，占比6.31%。2003年4月1日以后继续出击，即使中途遭遇中国高层换届、非典恐慌、机构抛售等，也未丝毫影响巴菲特老先生买入的进程，四次共计买入23.48亿股，约为总股本的13.35%，成为除了中国政府之外的第二大股东，买入平均股价为1.65港元。但在2007年全球股市繁荣之时，当中国石油的市值大幅超过正常估值1000亿美元时，巴菲特先生开始收获利润了。经过几个月逐步卖出，平均卖出价格为13港元左右，得到了近8倍的利润。用5亿美元赚取了35亿美元的利润！事后巴菲特说：不幸的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，我略微过早地卖出了中国石油，但这完全是在价值评估的基础上做出的决定……当我们卖出时，这只股票的价格已经体现了价值，我们认为这是一个合理的价格。接着他又说：如果它大幅下跌的话，我们可能会再买回来。从巴菲特老先生这一桩买卖可以看出，买入优秀企业的股票并不是机械地一直长期抱着死守，还是要因事制宜，因时制宜。想一想 2007 年中美股市都达到了一个历史的高峰。中国石油回归 A 股，上市之初被炒到 48 元（图 3－5），折合 58 港元以上，比巴菲特的卖出的价格还高出 4 倍多，远远超过了股票的高估风险边界，这个超高的风险价格成为该股 A 股 IPO 各利益集团的吸血盛宴，也成为 A 股参与股民的噩梦：问君能有几多愁，恰似满仓中石油。

巴菲特老先生并不是不问青红皂白而搞所谓的持股“永久”秀。按先生所说在股价高的离谱儿时还是要卖出的。这个高的离谱儿的股价就是我这里所说的远远超过高估风险边界。巴菲特老先生为什么会说：只要基本面不变，一直持有。但我想应该在之后加一个条件语句：只要股票价格不要高的太离谱儿。像中国石油能在 4 年之间为他赚取近 8 倍的收益，相当于他持有可口可乐之类股票 10 年，甚至 20 年的收益比例了，在美国股市上几乎遇不到这样的机会。在大师减持卖出期间，中国石油的基本面还在不断变好，国际石油价格从每桶 30 多美元上升到 70 多美元，直到 2008 年初期达到 147 多美元一桶的历史新高。就像 A 股一样坐上了过山车，上证指数从 2005 年 6 月的 998 点飚升到 2007 年 10 月的 6124 点，上升 6 倍多。从这一点看，基本面不变或不断向好就一直持有，在巴菲特式的价值投资策略中，也只能算作是一个充分条件。基本面变坏、股票价格高的离谱儿（包括大市和个股），必须卖出股票的因果关系才是巴式价值投资策略中的必要条件。从巴菲特老先生的投资实践看，投资股票严格的原则性、纪律性不可或缺，合理的灵活性、适应性也是必要的。

再说股价从高估风险边界以上，下跌到低估安全空间以内的某一价位重新买入的问题。一是存在手中现金长期闲置，资金机会成本难以计量；二是股价经过漫长的下跌，说不定根本不会跌入你所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设定的安全空间之中。你会一直看着、等着，也可以寻找一个达到标准的同类替代品。如中国石油 H 股从 2007 年 10 月创出 20 多港元新高后，经过 4 年多的熊市下跌，2012 年 8 月 30 日仍处于 8 港元多的价位。与巴菲特老先生卖出的 13 港元多相距 5 港元。再如中国的贵州茅台如果 2007 年初你觉得 81 多元高的离谱儿而卖出后，再想以 81 元左右的价格重新买回来，已经没有可能了。因为茅台在 2008 年末跌入 90 元后，一路高歌，不断创下新高，2012 年 8 月股价已跃上 260 元以上。这就意味着你拿着卖出茅台股票的钱傻傻苦等 5 年，市场也不会给你任何机会原价买回，更谈不上一个时过境迁的安全空间价位了。这也是为何巴菲特先生无论股价高低一直死守可口可乐、吉列刀片、富国银行和盖可保险等公司股票的原因吧？中国石油可能是巴菲特先生投资策略中的另一类企业，有充足的安全空间但不一定是优秀的类型，这或许也是他卖出的原因之一吧？事实证明，巴菲特先生确实独具慧眼，中国石油确实不是长线持有的品类，它只是一个随着国际石油价格周期变化的套利品种，当时被巴菲特先生相中主要还是它的股价具有的安全空间大得难以拒绝。巴菲特老先生对股价高的离谱儿做出卖出抉择的标的也是有选择性的，中国石油之类企业股票是可以卖出的，可口可乐之类企业股票是不可以卖出的，那怕价格高的离谱儿，那怕卖出收益有足够的诱惑。

我想，如果对于已经高价卖出的优秀企业的股票，在出现大幅下跌后再重新买回来，当然这个跌幅要有一定的吸引力，比如在你卖出股票价位上下跌 20%、30%、40%等。你要求的下跌比例越低机会就会越多，要求的比例越高机会就会越少。在一年半载仍下跌不到你卖出的价位，如果企业前景会更好，如果又处于熊市的话，最好以现价把卖出的股份再买回来。投资大师彼得·林奇也是这样操作，但丝毫不影响他的投资业绩。如果企业发展有明显的天花板，应该另寻投资标的。巴菲特老先生卖出中国石油肯定考虑到了石油价格上升的天花板，为何在股票价格大幅下跌到 8 港元后仍无买回的意向呢？还有就是巴菲特先生一开始就没有把中国石油当成优秀企业来投资，他老人家看中的就是股价巨额的安全空间。

在这里，我们用巴菲特老先生 2005 年致股东信中的一段话来权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

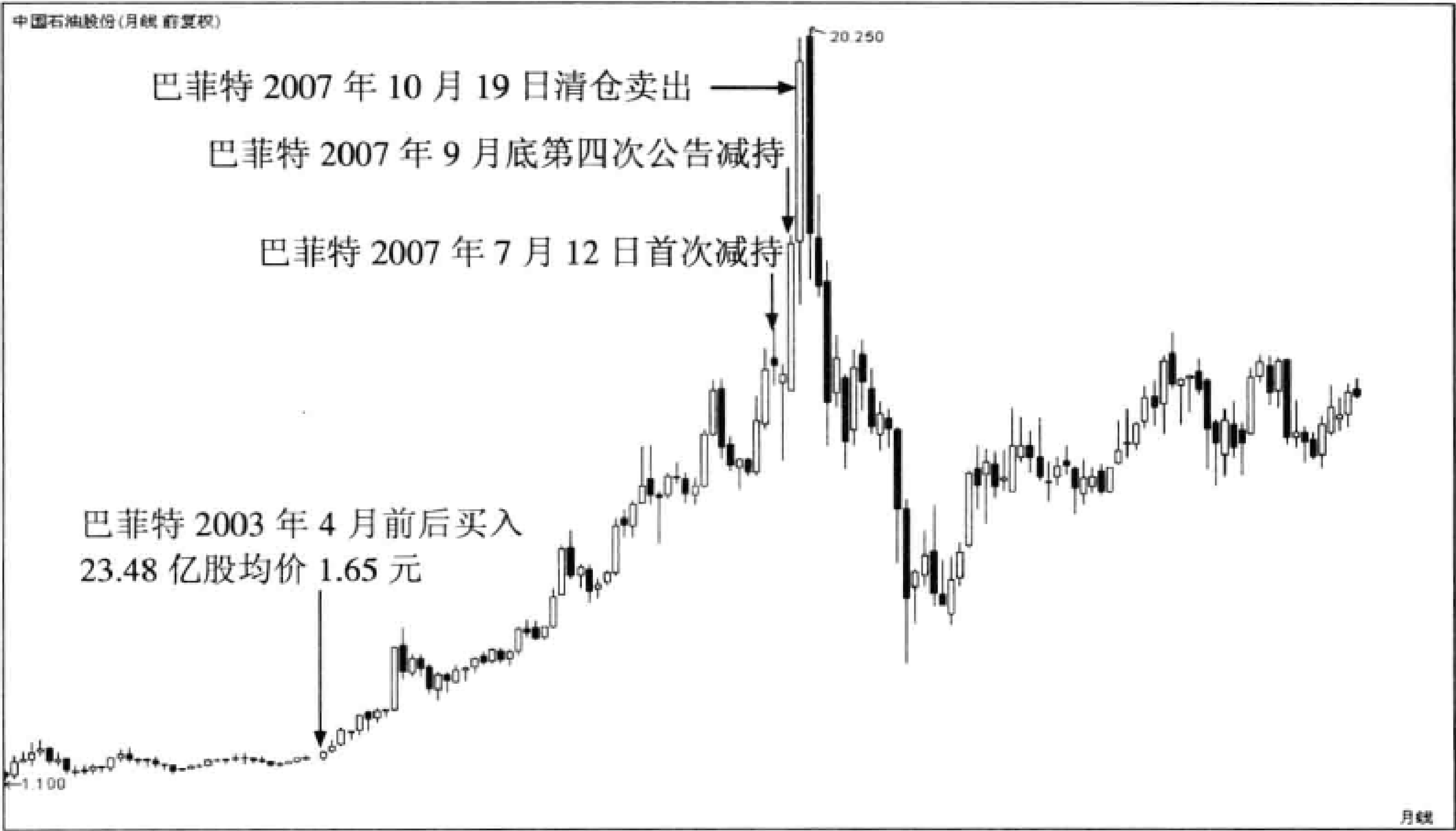


图 3—4　2000 年 6 月至 2012 年 12 月中国石油 H 股月 K 线图

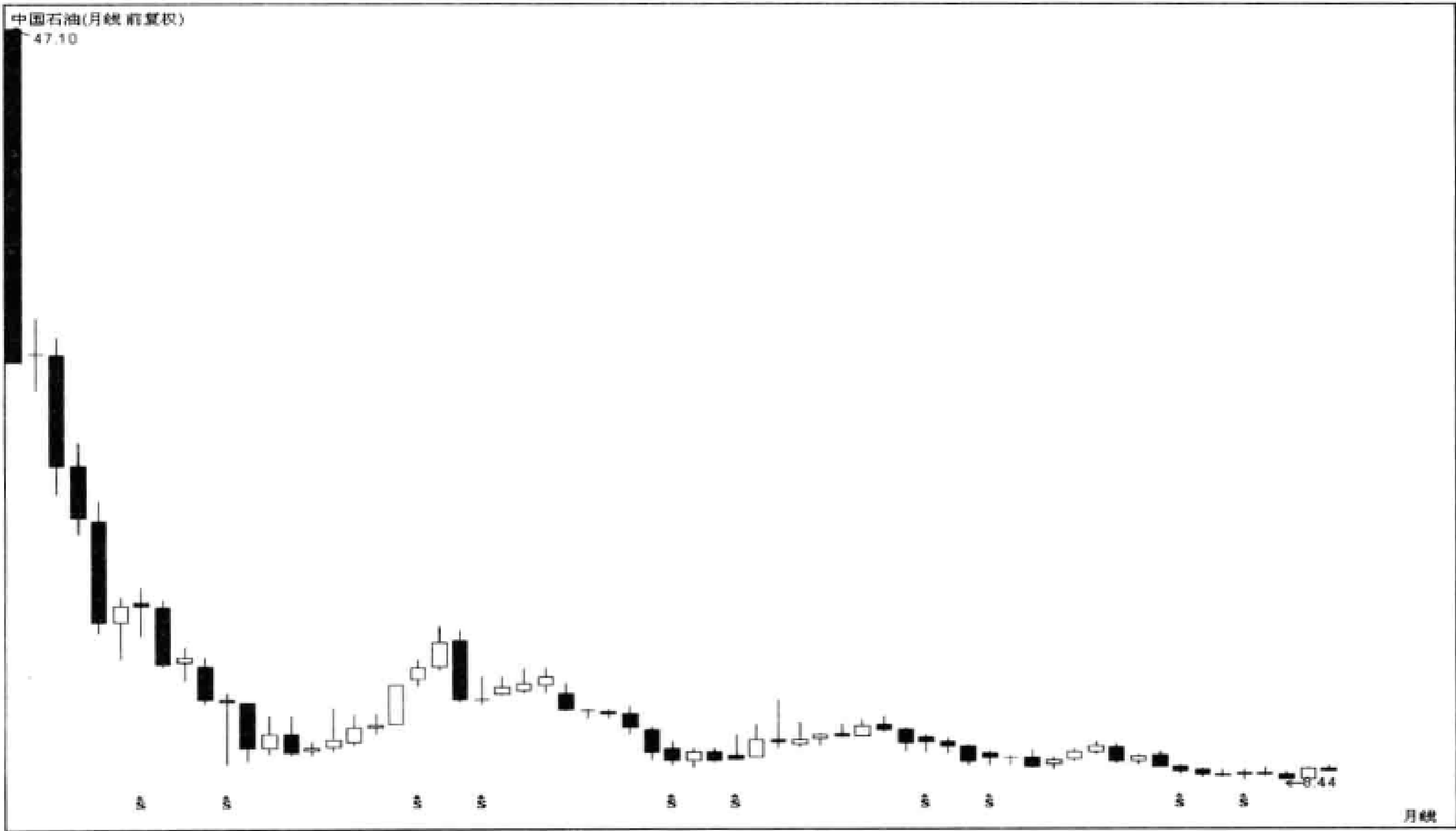


图 3—5　2007 年 12 月至 2012 年 12 月中国石油 A 股月 K 线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威地厘清对出现高估风险边界所应采取的态度，拨开我们在价值投资持有股票期间的层层迷雾。“从我们最早买进这些股票后，随着市盈率的增加，对这些公司的估值增长超过了它们收益的增长。有时这种分歧相当之大，在互联网泡沫时期，市值的增长远远超过了业务的增长。在泡沫期间我对令人头晕目眩的价格啧啧称奇，却没有付诸行动。尽管我当时声称我们有些股票的价格超过了价值，却低估了过度估值的程度，在该行动的时候我却只是夸夸其谈。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六节

买入股票的一些参考条件

1. 企业财务指标（不含周期性行业企业）：

（1）企业具有“护城河”经济特性。毛利率最低在30%以上，净资产收益率最低在15%以上，连续三年有稳定销售、利润、现金等记录。

（2）负债水平不能高于50%，长期负债越少越好。

（3）经营稳定，现金净流量稳定和盈利水平稳定，市盈率（PE）最好15倍以下。

（4）如果是投资以净资产估值的企业，那么市净率（PB）最好在0.5左右或以下。

（5）三年现金净流量连续要大于或等于当期净利润。

（6）应收账款与销售、利润增长比相对较低，预收账款越多越好。

2. 整体股票市场运行参考：

（1）大盘指数是否接近或超过三年内的低点。如2008年10月31日的1664点，2010年7月2日的2319点，2012年12月4日的1949点。

（2）市场平均市盈率（PE）15倍以下，平均市净率（PB）1.5倍以下。

（3）股票市场平均股价下跌到5元左右。

（4）某此行业大面积出现股价下跌到净资产以下。如：钢铁板

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

块、高速公路、化工造纸，甚至银行股（2012 年 9～11 月浦发、平安、华夏、交通等银行股价均跌破净资产）。

（5）出现 1 元多的股票数超过十只或几十只，甚至近百只，100 元以上股票几乎绝迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七节 卖出股票的一些参考条件

1. 企业财务指标（不含周期性行业企业）：

（1）企业财务基本面发生变化，主要指标出现行业所没有的问题，特别是行业景气而该企业经营不景气。

（2）股票价格涨幅已接近或超过三年内高点，并接近或超过企业本身的估值区间。

（3）发现同类中更加优秀的企业，或估值更有吸引力的企业。

（4）如果是稳定型企业，其市盈率已超过盈利增长的2倍以上。如是采取净资产型投资策略，其股票价格已接近或超过每股净资产价值。

2. 整体股票市场运行参考：

（1）大盘指数是否接近或超过三年内的高点。如上证指数2007年10月的6124点，2009年7月的3478点。

（2）大盘在大幅上涨后滞涨，在高位长时间横盘且重心有下移倾向时期，而经典的MACD、KDJ、CPI等技术指标明显下移，与周K线形态呈现背离状态，这是图表技术中较有借鉴价值的地方。图表技术派把这种情景称之为：技术形态背离。

（3）整个股市再也见不到10元以下股票的踪迹，百元高股的数量大幅度增加，起码有10只以上，甚至几十只。

总之，对于大盘技术性的关注，价值投资者仅供参考之用，不要尝试主导操作，也不要盲目排斥。为判断股票价格过高或过低找到相关参照物，对于整个股市的运行过程或短期波动不要过于在意，更不该据此行动。就如投资大师安东尼·波顿所说："成功投资是坚持主见与倾听市场的完美结合，无论过于倚重任何一方，都不会取得成功。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八节
AB股市场的无风险套利机会

我认为，影响中国股票市场B股股价比A股股价大幅折价（许多股票折价长期保持在50%左右）的最主要原因：一是资本管制因素；二是投资理念差异；三是流动性差异；四是相对需求差异等。利用B股与A股同质不同价的优势是可以得到比A股市场风险更低而收获更大的收益，多年的操作证明了这一观点的正确性。

何为投机倒把（无风险套利的一种中国式带有贬义的称谓），就是利用同质的东西在不同的地方（或市场）存在不同的差价进行套利。投机倒把是“极左”年代的贬义词，很多人为此坐牢，甚至为此被革命。AB股的价差就是白痴也能看出来，比如南玻B（200012）比南玻A（000012）长期便宜在50%上下（图3－6和图3－7），为什么少有人问津呢？这个好年代没有坐牢之恐，更无革命之惧，为什么很少有人进入B股市场呢？连贩夫走卒都干的营生，为什么当今众多高学历、高智商、高证书的各色“高”人鲜有唱多B股或投资B股呢？

今天的B股现状使我想起家乡的两个集镇，相隔8公里多，隶属不同的两个行政区镇，逢单双日，一个为冷场（集），一个为热场（集）。从1949年前顽强地持续到20世纪80年代末出现大量摩托车的时代结束。我所处的集镇为双日热场。一到热场的日子，街上的人特别多。一大早，四面八方的人就起早床，去赶早集（场）。其中很多就是冷场（集）那边过来的人，他们从冷场（集）那边以比热场（集）稍低的价格收购货物，这些货物五花八门：柴草麻糠、猪马牛羊、鸡鸭鹅鱼等。以自身的体力肩挑、背驮、推车贩货到热场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以赚取小小的差价。不少人属家族相传做此营生，并发家致富。AB股长期存在的几乎（平均）对折的差价，对于现代武装到牙齿的各种自命不凡的专家里手及专业投资者，面对仅靠体力和常识在两市套利赚钱的小商小贩，难道不觉得汗颜吗？

现在是投资B股的时候了。很多B股公司的分红已远远超过银行3年定期存款利息，有的甚至高达到6%～8%，而且B股分红不用交纳个人所得税等。如果把每年的分红再投入B股，再加上B股本身公司成长和股价上涨，这个雪球会越滚越快越大。按价值投资观点看，B股可以说已经全面低估，如果现在买入，可以说安全空间已比较充足了，剩下来的就是耐心等着高额的盈利送上门。A股比B股显得过高的价格和过低的分红，障碍了投资者盈利雪球滚动的初始势能和未来速度。如果你是一个聪明的价值投资者，起码在投资组合中应该配置相当比例的B股。（本文曾于2009年11月发表在本人新浪财经博客）

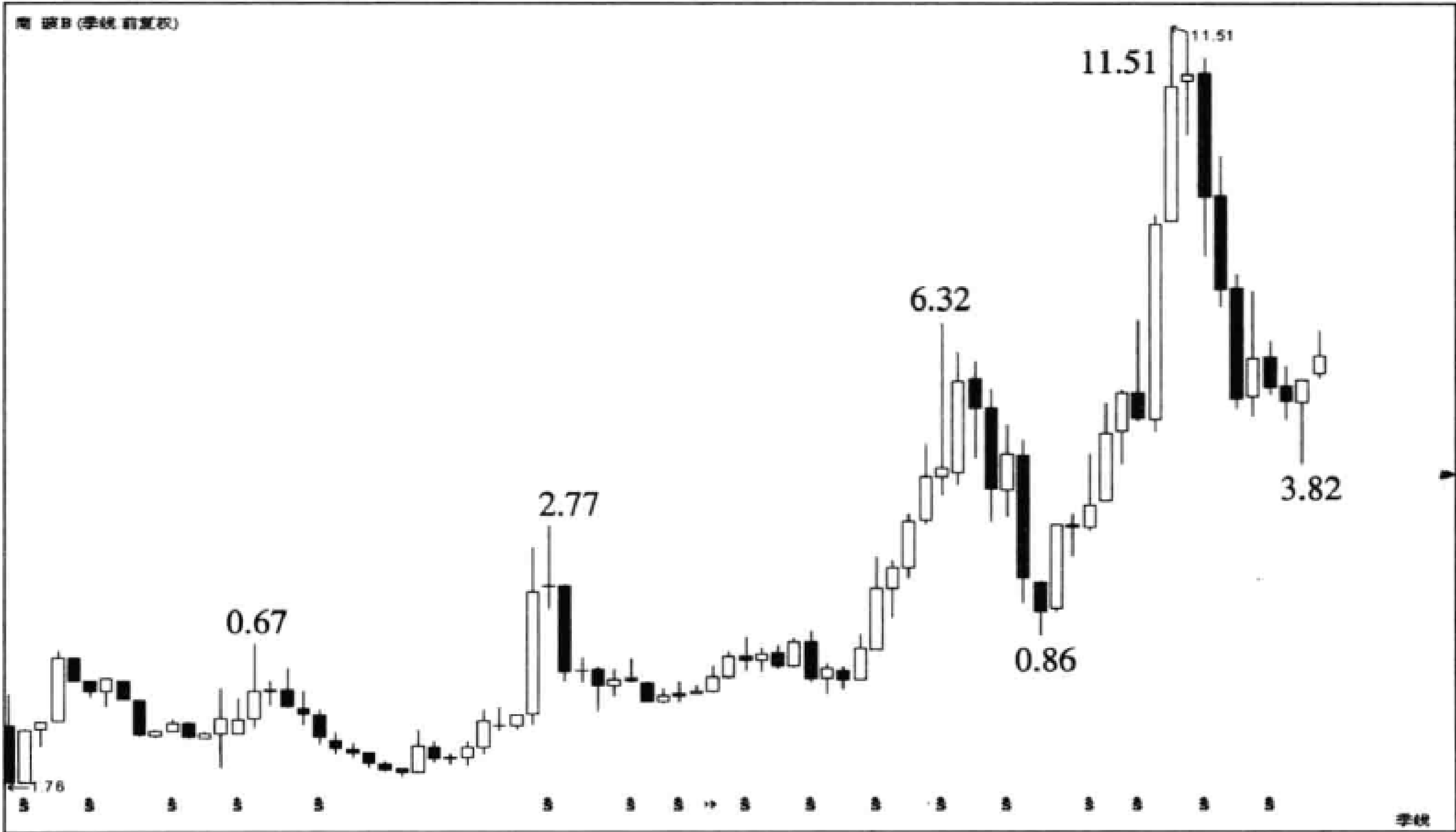


图3—6 1993～2012年南玻B季K线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

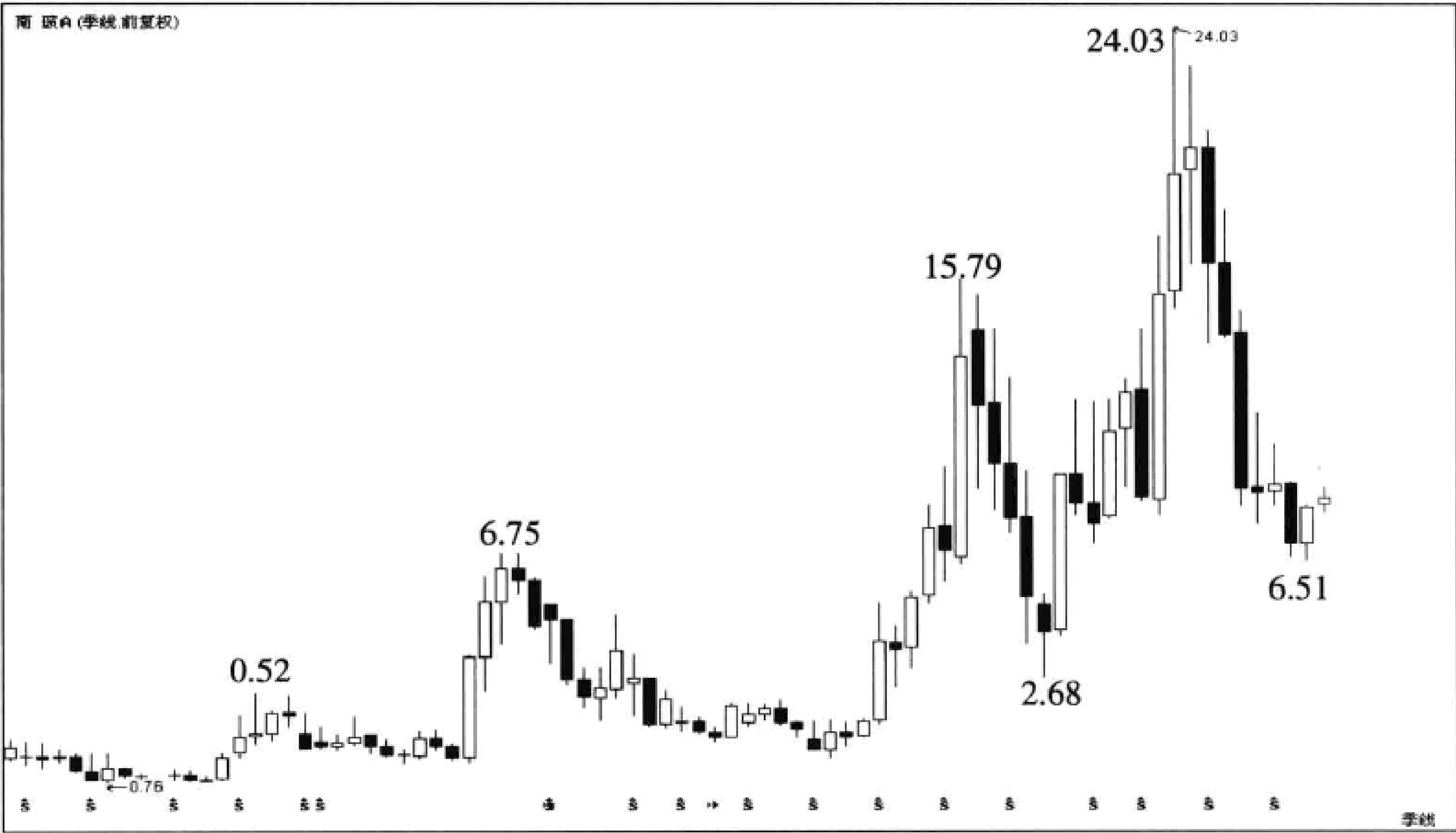


图 3—7　1993～2012 年南玻 A 季 K 线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　名企篇

当你拥有优质公司的股份时，时间站在你的一边。

——彼得·林奇

有很多人说（其中不乏所谓专家、教授等），中国A股市场是政策市、投机市和赌博市等，充斥着投机、欺诈行为，是一个不成熟的股票市场（每个国家的股市都曾有过A股市场一样阶段），所以价值投资不适合A股市场。言外之意，就是在中国A股市场采取价值投资策略是赚不到钱的。

A股市场真的无价值投资的用武之地吗？格雷厄姆式的价值投资概念就是以低于企业价值的价格买入股票，等待股票价格回归价值时卖出。没有持股时间、企业品质和集中投入等诸多限制性要求。

实际上，在A股每次的大熊市中是有大量符合格雷厄姆式价值投资标准要求的股票，如出现大量股价大大低于账面价值的股票等。这里所列优秀企业，是符合巴菲特式的价值投资原理的，即以合理的价格买入优秀企业的股票，长期持有，与企业所有者、管理者合伙经营。这几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家优秀的公司在A股市场上市的近十年或十几年中，创造的财富（主营收入、现金净流量、净利润）远远高于国家GDP的增长，平均每年以30%、40%、50%甚至更高的速度连续增长，累计增长几十倍，甚至上百倍！其股票价格也随之上涨几十倍（复权后），甚至上百倍。这几只股票只是优秀企业的代表，A股股市中股价10年增长10倍的企业应该还有不少。无论是从企业的品质，还是股价的表现，都充分证明巴菲特式的价值投资也同样适合中国A股市场。

“股市从短期来看是投票机，从长期来看则是称重机。”格雷厄姆的这一比喻形象地诠释了长期时间内优秀企业的股价必然会与优秀的经营一样表现优秀的股市规律。同时，复利的威力在优秀企业连年持续高速增长中也得到充分的展示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节

云南白药18年股价增长87.6倍

云南白药（000538）于1993年12月31日在深圳交易所上市。发行量2000万股，每股发行价3.38元，上市首日开盘价8.50元，上市首日收盘价10.35元。2010年10月复权后最高价达到906.88元（图4—1）。18年多，如果当时以开盘价买入并持有，其收益是当初的106倍，如果当时以首日收盘价10.35元买入并持有，其收益是当初的87.6倍，即当时投入10万元，如今将可收获800多万元，基本接近了千万富翁了。

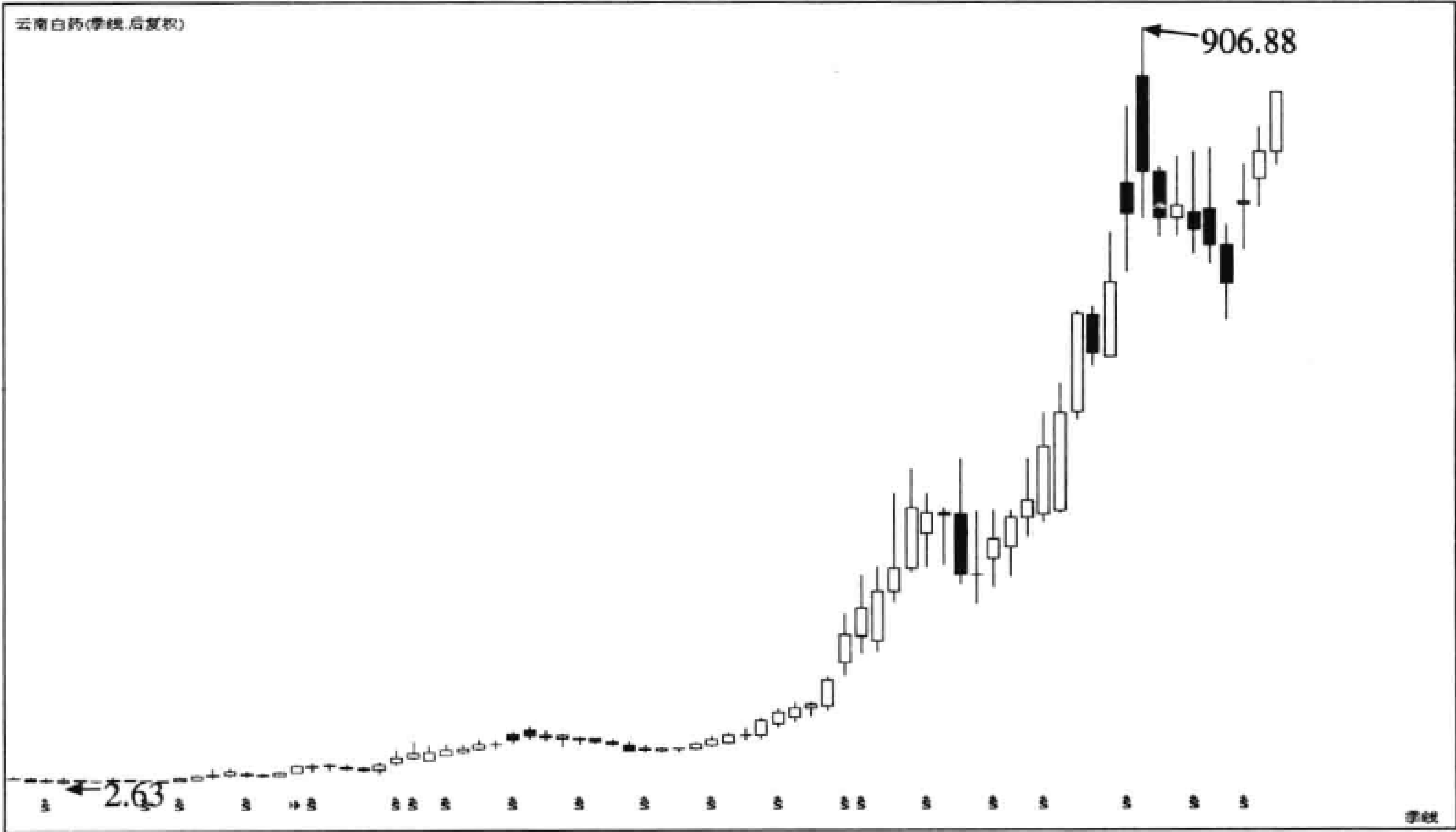


图4—1 1993～2012年云南白药（000538）季K线走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为何云南白药在短短的18年间股价可以增长87.6倍之多呢？1993年销售收入为5836万元，2011年销售收入为113亿元，累计增幅达193倍（表4—1）。1993年其净利润为1324万元，2011年净利润就达到了12亿多元，累计增幅达91倍，年平均增长高达30%以上（表4—1）。1993～2011年18年间，只有1995年利润是下降，如果从1994年算起，该公司在16年期间连续保持了年均32.49%以的增长速度。股本也从8000万股，扩充增加到了69426万股，总股本数扩张为8.68倍，再加其股价从1993年的8.5元上升到2010年最高位74.69元（不复权价格），累计增幅为8.7倍。股本的大幅稳定扩张和股价的稳定大幅增长，双重因素的推动，使云南白药的股票投资收益取得了年化5倍（87倍/18年）惊人收益。

表4—1 1993～2011年云南白药销售收入及利润表

年份	销售收入（万元）	增长%	净利润（万元）	增长率%
1993	5836		1324	
1994	5946	1.72	2380	79.75
1995	7896	32.2	1758	−26.13
1996	9339	19.23	2390	35.94
1997	13181	39.78	2547	6.57
1998	17044	30.07	2877	12.95
1999	24123	41.17	3350	16.44
2000	80640	230	4922	46.9
2001	90029	12.5	7513	52.64
2002	110094	22.22	9368	24.69
2003	134483	18.18	11375	21.42
2004	183231	38.46	17134	50.62
2005	244839	33.33	23043	34.48
2006	320033	33.33	27639	19.94
2007	411571.7	28.13	33020.98	21.32
2008	572319.9	39.02	46542.02	40.95
2009	717178.4	24.56	60371.96	29.71
2010	1007544	40.84	92616.86	53.41
2011	1131232	13	121090.9	30.74

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，无论是从销售收入、净利增幅方面考证，还是从管理能力、产品拓展等方面分析，云南白药（000538）自从上市以来，累计为二级市场的股票投资者创造的惊人收益提供了持久的、可靠的、优异的业绩支撑。如图 4－2 和图 4－3 所示，分别是云南白药 1993～2011 年销售收入和净利润图，从图形上来看，与图 4－1 公司 18 年的股票价格季 K 线图比较，三者的走势是何等的相似！这充分印证了一个真理：我们投资的命运与企业的经营命运密不可分，是二位一体的商业活动。

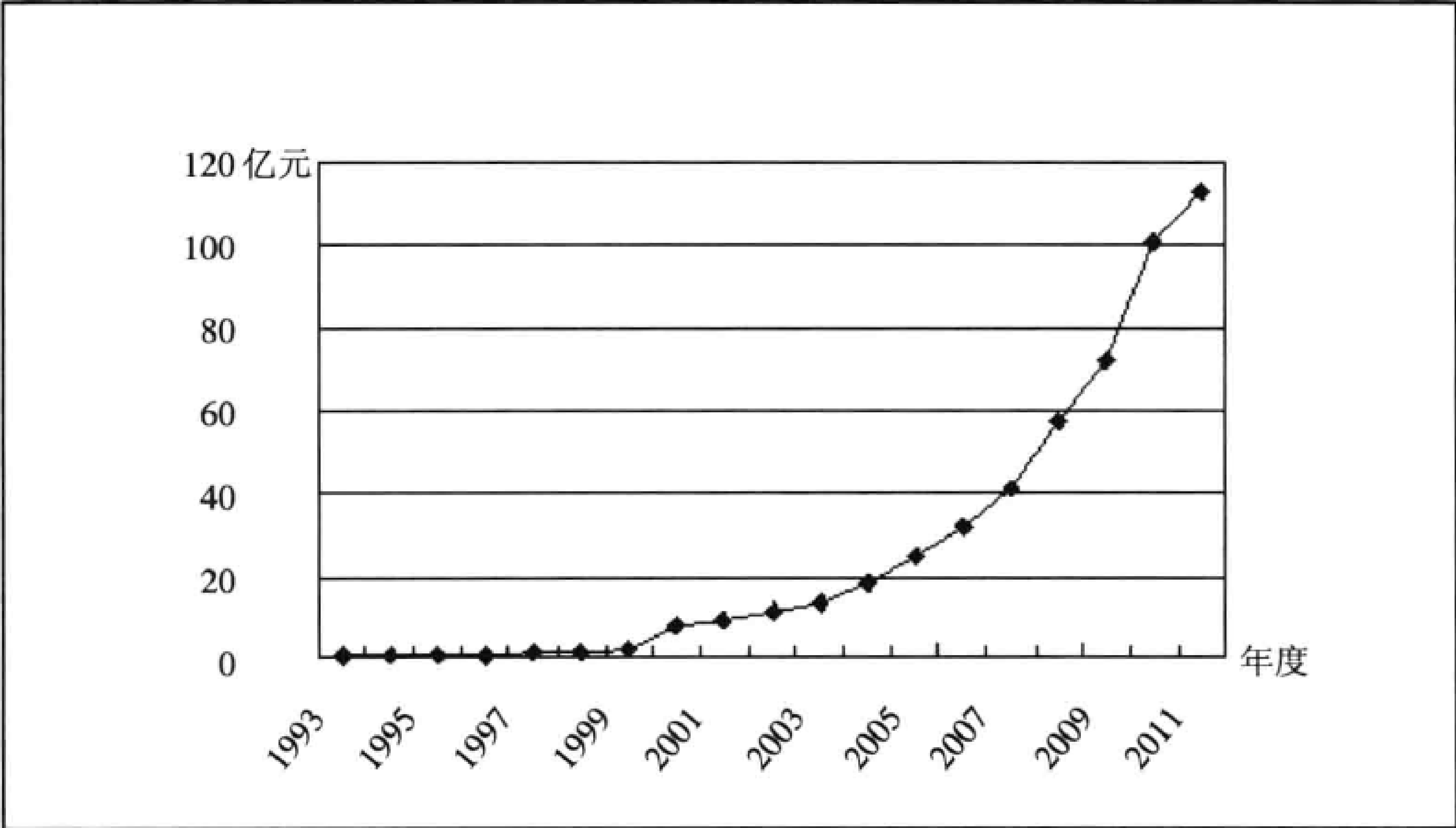


图 4－2　1993～2011 年云南白药销售收入增长图

云南白药作为一家国内历史悠久的传统理血类药物的中成药生产企业，是中国具有百年历史的老字号传承企业，其资源和产品具有独特性、垄断性和秘方性。拥有高壁垒、高商誉、高毛利经济特性。由于其白药散剂、白药胶囊和宫血宁胶囊的独特性，在自身经营领域中几乎没有竞争对手，企业自主定价能力强。这是在中国乃至世界罕见的企业。它以独特历史传统的白药品牌为依托，核心竞争力稳定而持久，并积极开拓新产品及新业务市场使其保持较好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

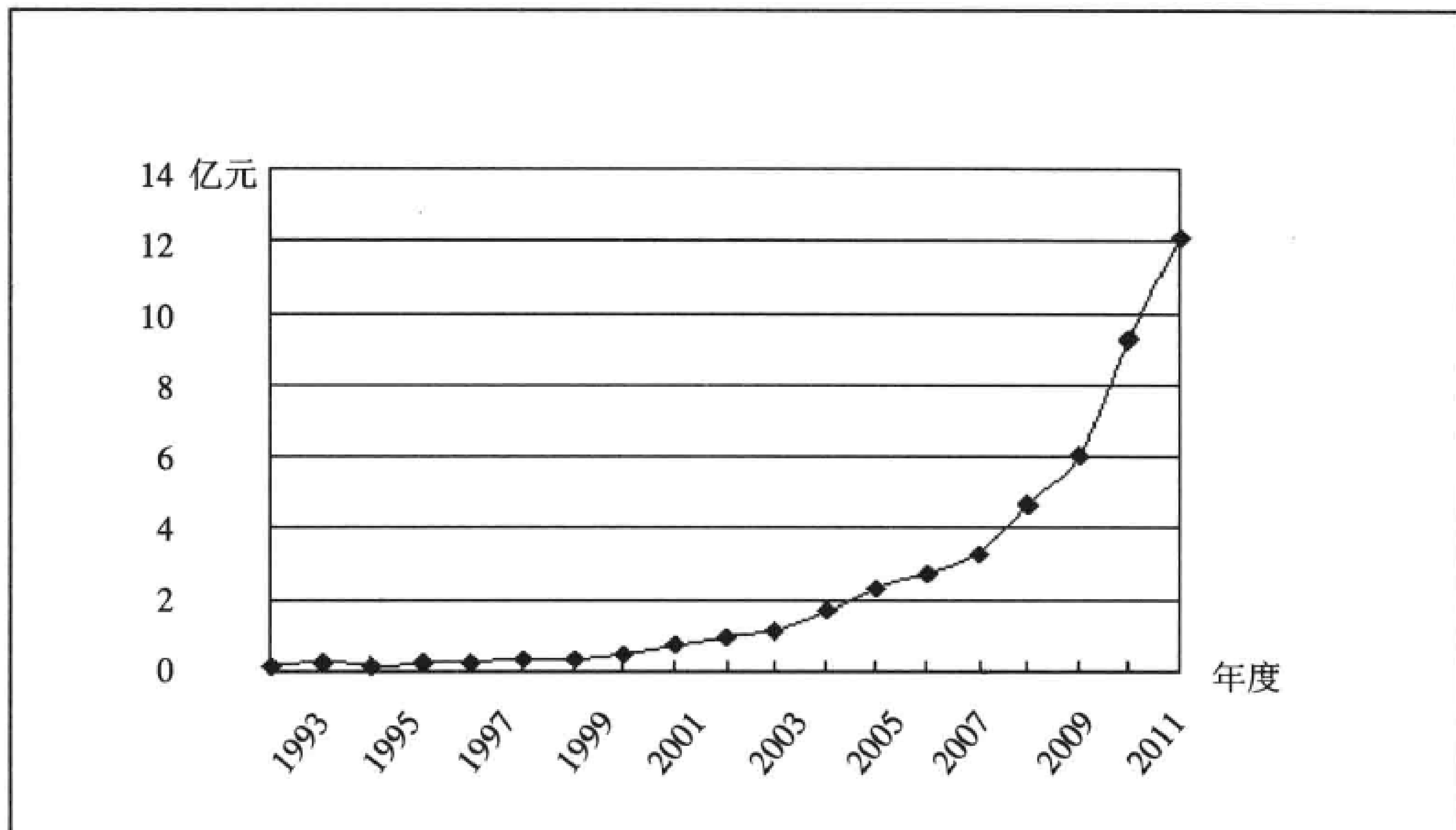


图 4—3　1993～2011 年云南白药净利润增长图

成长性，成为 A 股市场上为数不多的具有相对较高投资价值的医药企业。公司紧紧围绕白药核心竞争力深耕细作，不但丰富产品类别，并使各类产品具有稳定的难以复制的竞争优势，同时将这些优势不断成功地扩张到整个产品线，扩大白药新剂型，使公司在药品细分市场获得持续的增长。公司多个外用中成药产品拥有中药较为独特的治疗效果，并经过多年的改进，目前已具备较强的竞争优势，为公司净收益带来快速增长。2006 年全面推进白药膏、喷剂和白药牙膏，使公司产品更拥有了一片广阔的蓝海市场。

如按 2011 年实现的净利润进行估值，云南白药的内在价值大约在每股 100～120 元之间，2012 年 6 月股价在 50 元左右，从长期投资的角度看有一定优势，如果股价在 30 元左右介入就具有了相当的优势，也就是说有了较大的安全空间。

综上所述，云南白药（000538）可以说是中国仍至世界的明星企业，是 A 股皇冠上的明珠，也是巴菲特式价值投资的首选投资标的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节

东阿阿胶 15 年股价增长 51 倍

东阿阿胶（000423）于 1996 年 7 月 29 日在深圳股票交易所上市，发行价格为 5.28 元，上市首日开盘价为 10 元，上市首日收盘价为 11.20 元。2011 年 3 月阿胶最高价格（复权价格）为 568.57 元（图 4—4）。15 年多，如果当时以开盘价买入并持有，其收益是当初的 56.9 倍，如果当时以首日收盘价 11.2 元买入并持有，其收益是当初的近 51 倍，即当时投入 10 万元，如今你的股票资产可由原来的 10 万元增值为 510 万元了，年化收益高达 3.4 倍之多。

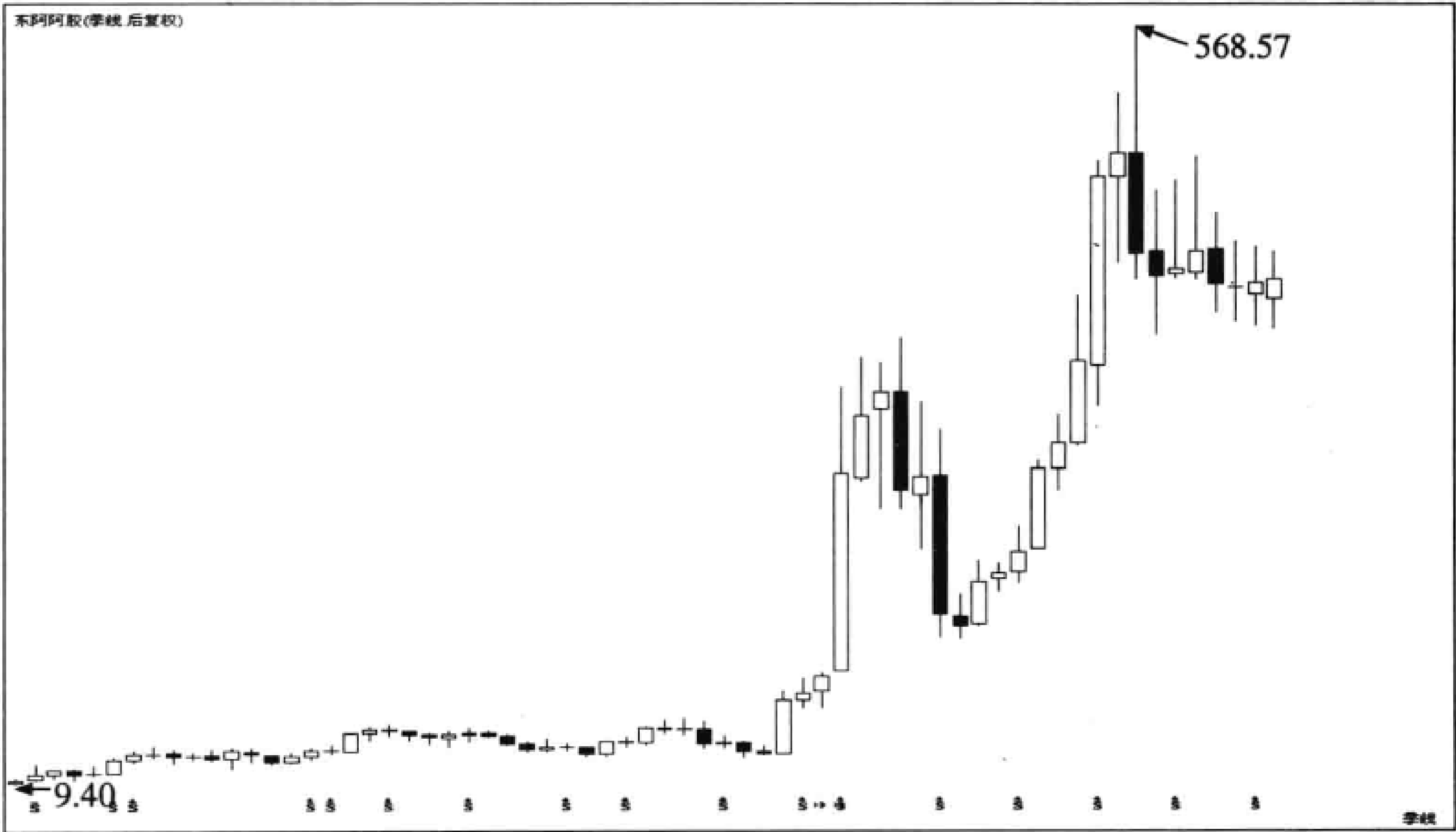


图 4—4　1996～2011 年东阿阿胶（000423）季 K 线走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票投资高倍数的增值一定有其长期稳定净利润增速为支撑（表 4—2）。东阿阿胶 1996 年上市时净利润才 2332 万元，而 2011 年经营净利润高达 85616.62 万元，15 年增长了 36.7 倍。净利润的连续大幅度提高为东阿阿胶的股票价格不断创造新高提供了强劲的内在驱动力。1996～2011 年销售收入增长（图 4—5）和净利润增长（图4—6）与公司股票季 K 线上涨图也就保持着相似的基本形态。从长远的角度观察可以得出这样的结论：企业的股票价格能够较为真实地反映企业经营的历史状况，反过来说，企业经营历史的好坏决定股票价格的走势。

表 4—2　1996～2011 年东阿阿胶销售收入及利润表

年份	销售收入（万元）	增长率（%）	净利润（万元）	增长率（%）
1996	15704		2332	
1997	18956	20.71	3244	39.11
1998	22390	18.12	3784	16.64
1999	28026	25.17	4506	19.08
2000	42346	51.09	8444	87.39
2001	45202	6.74	10966	29.86
2002	50759	12.29	8681	−26.32
2003	74839	47.44	9681	11.52
2004	88134	17.76	13139	35.71
2005	93817	6.45	10969	−19.78
2006	107598.33	14.69	14874.31	35.6
2007	138136.07	28.38	20580.48	38.36
2008	168595.53	22.05	28704.47	39.47
2009	207910.61	23.31	39212.4	36.61
2010	246378.43	18.5	58222.43	48.71
2011	275884.83	11.97	85616.62	47.05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

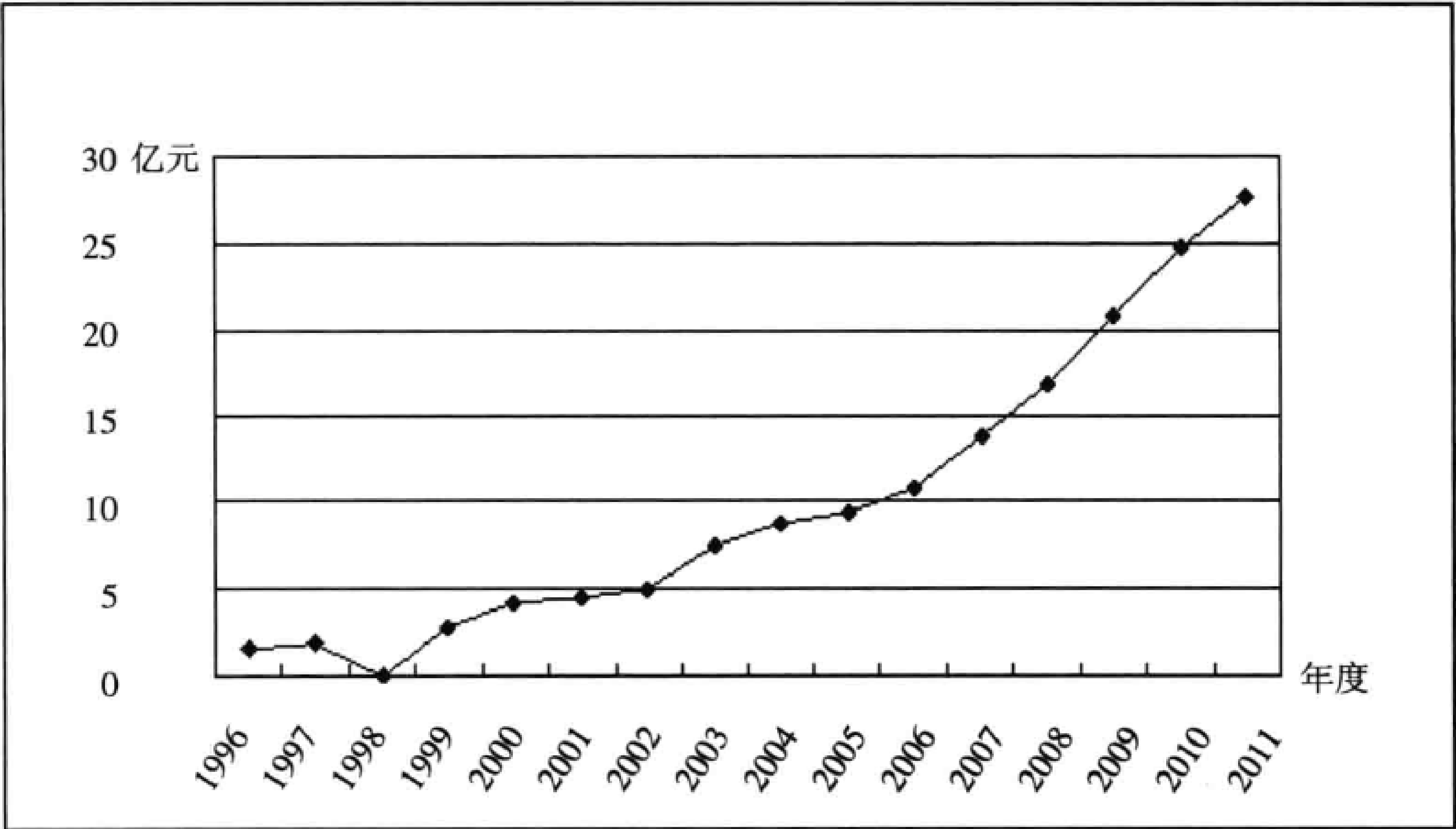


图 4—5　1996～2011 年东阿阿胶销售收入增长图

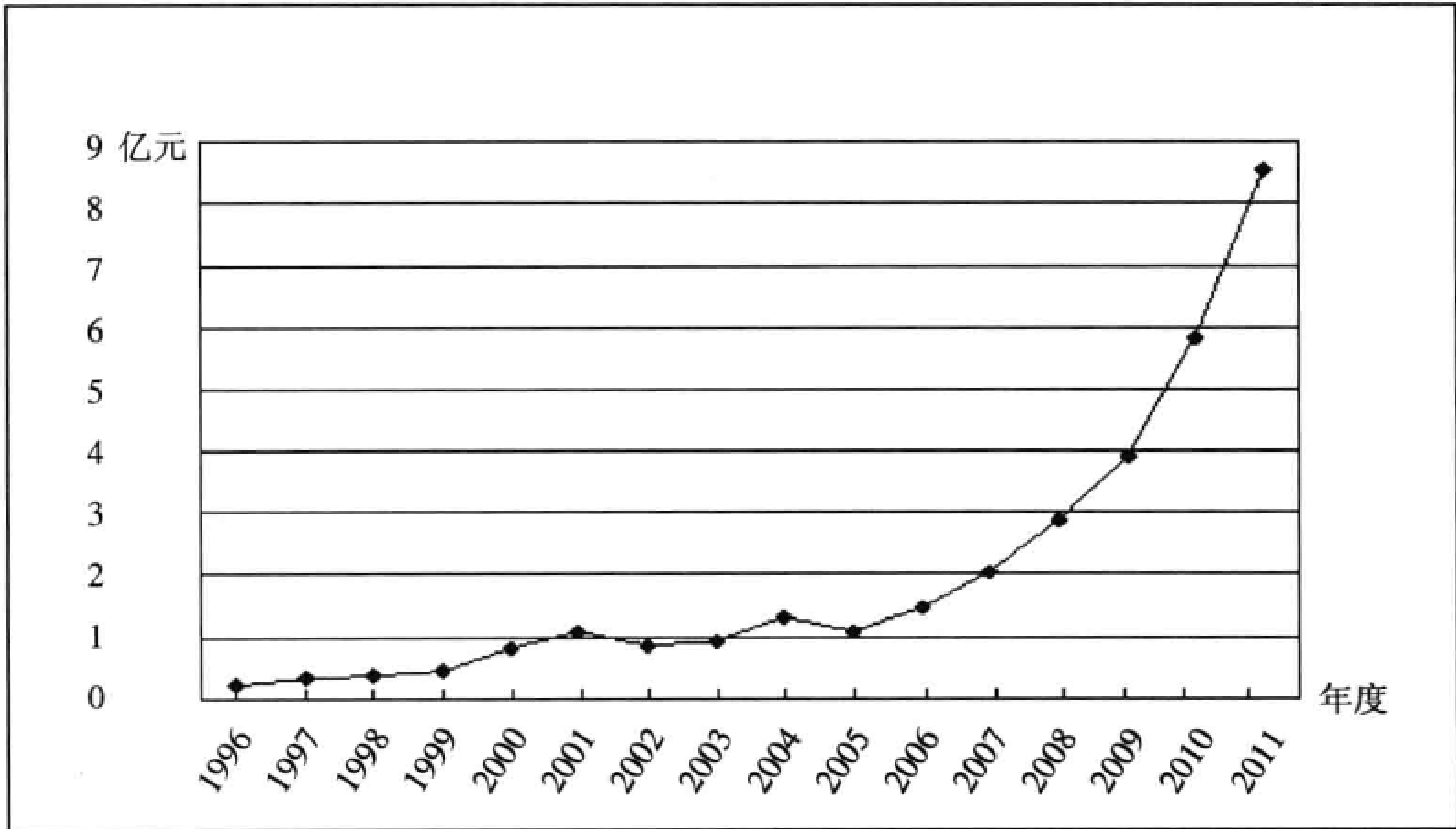


图 4—6　1996～2011 年东阿阿胶净利润增长图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东阿阿胶（000423）以阿胶作为主要产品，与云南白药一样，是中国具有百年历史的老字号，资源和产品具有独特性、垄断性和秘方性。企业独特的核心竞争力赋予东阿阿胶较强的市场定价能力，着力打造的保健滋补品牌，被称为中国最有特色的医药股。随着中国高端人群养生保健意识的提高，再加上中国人口老龄化进程的加快，对于像阿胶之类的保健医药品的需求会越来越旺盛。

东阿阿胶坚定阿胶块高端路线，聚焦高端消费群体，未来重点发展区域为一线、二线大型城市。公司对阿胶块的发展思路是：提价控量，实现价值回归。目前市场已是供不应求的状态，东阿阿胶价格为同行业中最高，零售价为 825 元/斤。随着人们保健意识及对阿胶功效认知的提高，未来对东阿阿胶需求还有较大的提升空间。

公司阿胶浆的前景也十分广阔，今后两三年内阿胶浆有可能翻倍增长。阿胶浆增补进入约 10 个省市基本药品目录后，预计基层销售也将有明显恢复，2012 年同比增长超过 30%。中国未来 10 年保健品的增速会保持在 30%以上的速率。

东阿阿胶 2011 年每股收益为 1.31 元。预计 2012 年、2013 年、2014 年的业绩分别为 1.66 元、2 元、2.5 元。如按 2011 年实现的经营现金净流量 8 亿左右进行估值，则内在价值大约在每股 80 元上下。由于 2012 年 4 月医药行业受工业明胶（毒胶囊）利空因素的影响，6 月股价在 40 元左右，从长期投资的角度看有一定优势，如果股价在 30 元以下就具有了相当的优势，也就是说，有了较大的安全空间。

东阿阿胶在中国 A 股市场上绝对可以称之为明星企业。产品的独特性、高端的垄断性、配方的保密性和快速的消费性构建了公司的核心竞争力，未来保健行业高速增长的趋势为公司进一步做大做强勾画出了清晰的路径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节

贵州茅台 10 年股价增长 35.58 倍

贵州茅台（600519）于 2001 年 8 月 27 日在上海股票交易所上市，发行量 7150 万股，每股发行价 31.39 元，上市首日开盘价 34.51 元，上市首日收盘价 35.55 元。2011 年 6 月复权后最高价达到 1271.99 元（图 4—7），10 年间，如果当时以开盘价买入并持有，其收益是当初的 36.82 倍，如果当时以首日收盘价 35.55 元买入并持有，其收益是当初投资本金的 35.58 倍，即当时投入 10 万元，如



图 4—7　2001～2011 年贵州茅台（600519）月 K 线走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今就可巨额增值为355.58万之多。它是中国A股市场中最耀眼的明星企业。从这家企业2001～2011年销售收入和实现的净利润两项财务指标的增长记录（表4—3），不难发现贵州茅台高高在上的股价，其历史轨迹里面是有着骄人的业绩这一真实的客观基础做支撑的。

表4—3 1999～2011年贵州茅台销售收入及利润表

年份	销售收入（万元）	增长率（%）	净利润（万元）	增长率（%）
1999	89123.00		21569	
2000	111400.00	24.99	25110	16.42
2001	161804.00	42.25	32829	30.74
2002	183489.00	13.4	37679	14.74
2003	240101.00	30.85	58674	55.72
2004	300979.00	25.35	82055	39.85
2005	393051.00	30.59	111854	36.32
2006	490337.58	24.75	154481.24	38.11
2007	723743.07	47.6	283083.16	83.25
2008	824168.56	13.88	379948.06	34.22
2009	966999.91	17.33	431244.61	13.5
2010	1163328.37	20.31	505119.42	17.13
2011	1840235.52	58	876314.59	73.48

股价的快速上涨月K线图与该公司的销售增长图（图4—8）、净利润增长图（图4—9）具有较为紧密的关联性。销售收入增长近20倍，净利润增长近40倍之多！业绩的稳定高速增长，带来了近92%的毛利率和35%以上的净资产收益率。由此，创造了一个具有强大商誉的伟大公司，市场也慷慨地给予了它近9倍的市净率(PB)，这也就意味着该公司的有形净资产在公司股票总市值中，只占有区区10%多一点儿。这是中国A股公司中独一无二的瑰宝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

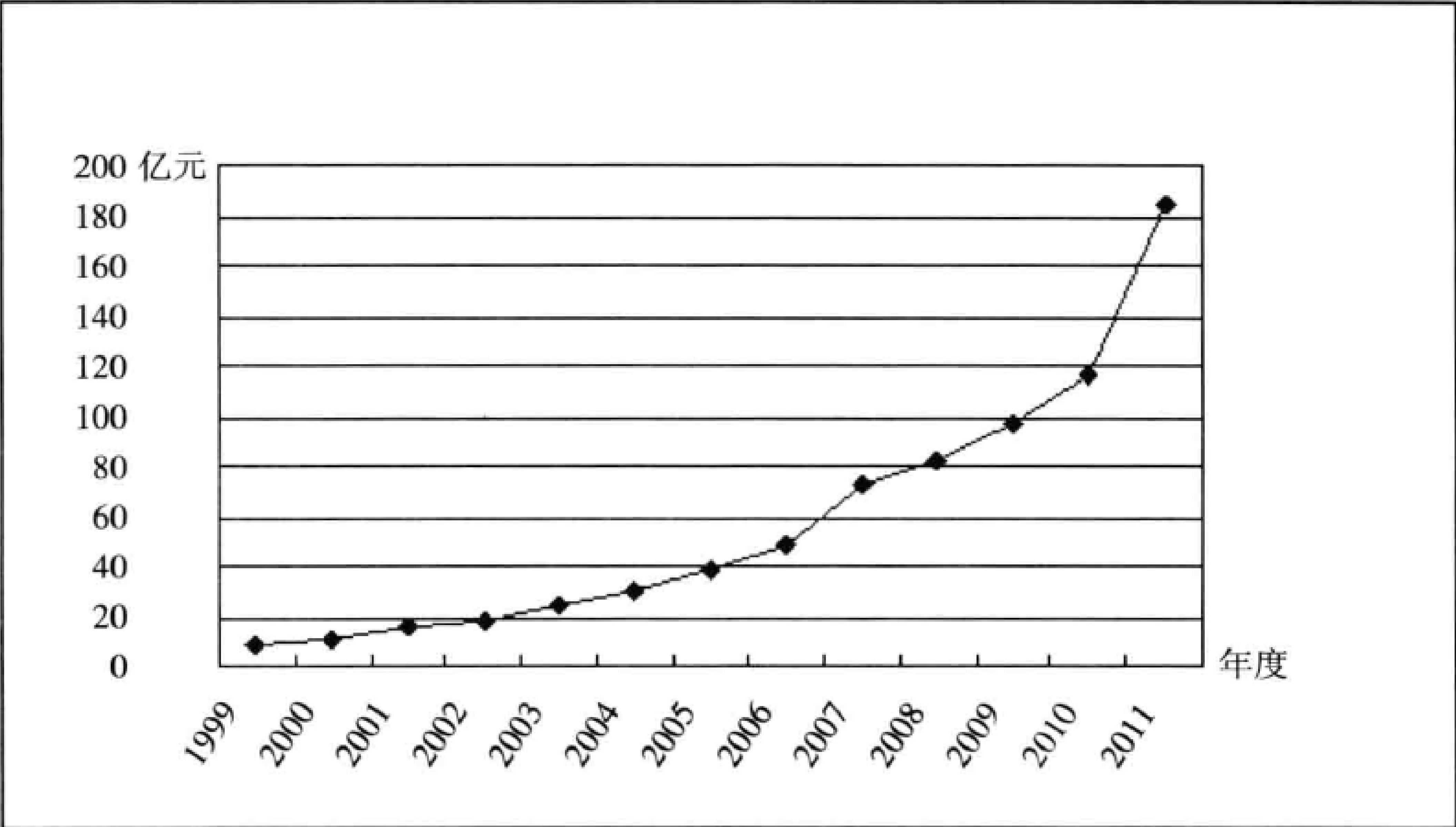


图 4—8　1999～2011 年贵州茅台销售收入增长图

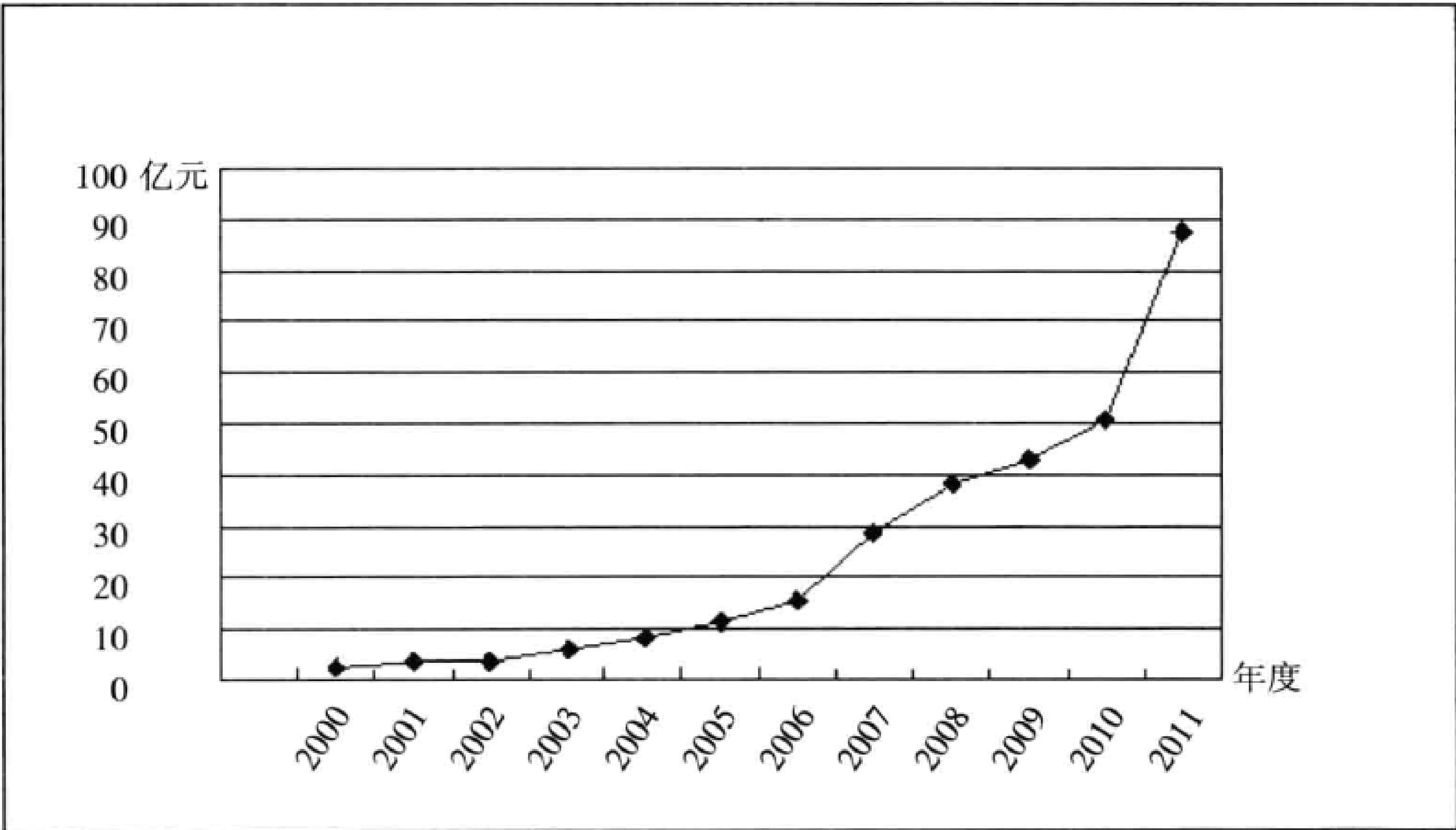


图 4—9　2001～2011 年贵州茅台净利润增长图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贵州茅台（600519），中华百年老字号，在国人眼中它就是国酒。国酒茅台名列世界三大蒸馏名酒之一，作为中国酱香型白酒典型代表，同时也是中国白酒行业第一个原产地域保护产品，是世界名酒中唯一纯天然发酵产品。这些独特工艺和环境造就了国酒茅台独特的核心竞争力，主要体现在 5 年陈酿工艺上，即用纯净小麦制成高温大曲和高粱做酿酒原料，经过 2 次投料、9 次蒸煮蒸馏、8 次摊凉、加曲堆积、8 次发酵，7 次取酒，分型贮存，勾兑出厂，造就了贵州茅台酒的稀缺性和不可复制性。

贵州茅台作为酱香型白酒行业的垄断者，其销售收入占细分酱香型白酒市场总收入的 80%，具有高度的垄断性。53 度等酒品九成以上进入高端市场，已完全具有了奢侈品的所有属性。预计 2012 年销售收入 250 亿元左右，同比增长 51%左右。

如按 2011 年实现的经营现金净流量 101 亿左右进行估值，则内在价值大约在每股 490～550 元之间。2012 年 11 月股价在 222 元左右，在熊市后期，仍保持 16 倍的市盈率、7 倍多的市净率，本人觉得还有进一步下跌的空间（果然，由于塑化剂超标、限制“三公”消费和行业景气拐点预期等影响，2014 年 1 月 8 日最低下跌到了 118.01 元，这个位置应该是大好机会了。作者补注）。从长期投资的角度看有一定优势，如果股价在 150 元以下买入就具有了相当的优势，也就是说有了较大的安全空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节
泸州老窖 17 年股价增长 135 倍

泸州老窖（000568）于 1994 年 5 月 9 日在深圳股票交易所上市，发行量 2188 万股，每股发行价 5.80 元，上市首日开盘价 9.00 元，上市首日收盘价 9.50 元。2011 年 8 月复权后最高价达到 1285.46 元（图 4—10），17 年，如果当时以开盘价 9.00 元买入并持有，其收益是当初的 142 倍，如果当时以首日收盘价 9.50 元买入并持有，其收益是当初的 135 倍，即当时投入 10 万元，如今就可以成为身价 1350 万元的千万富翁了。

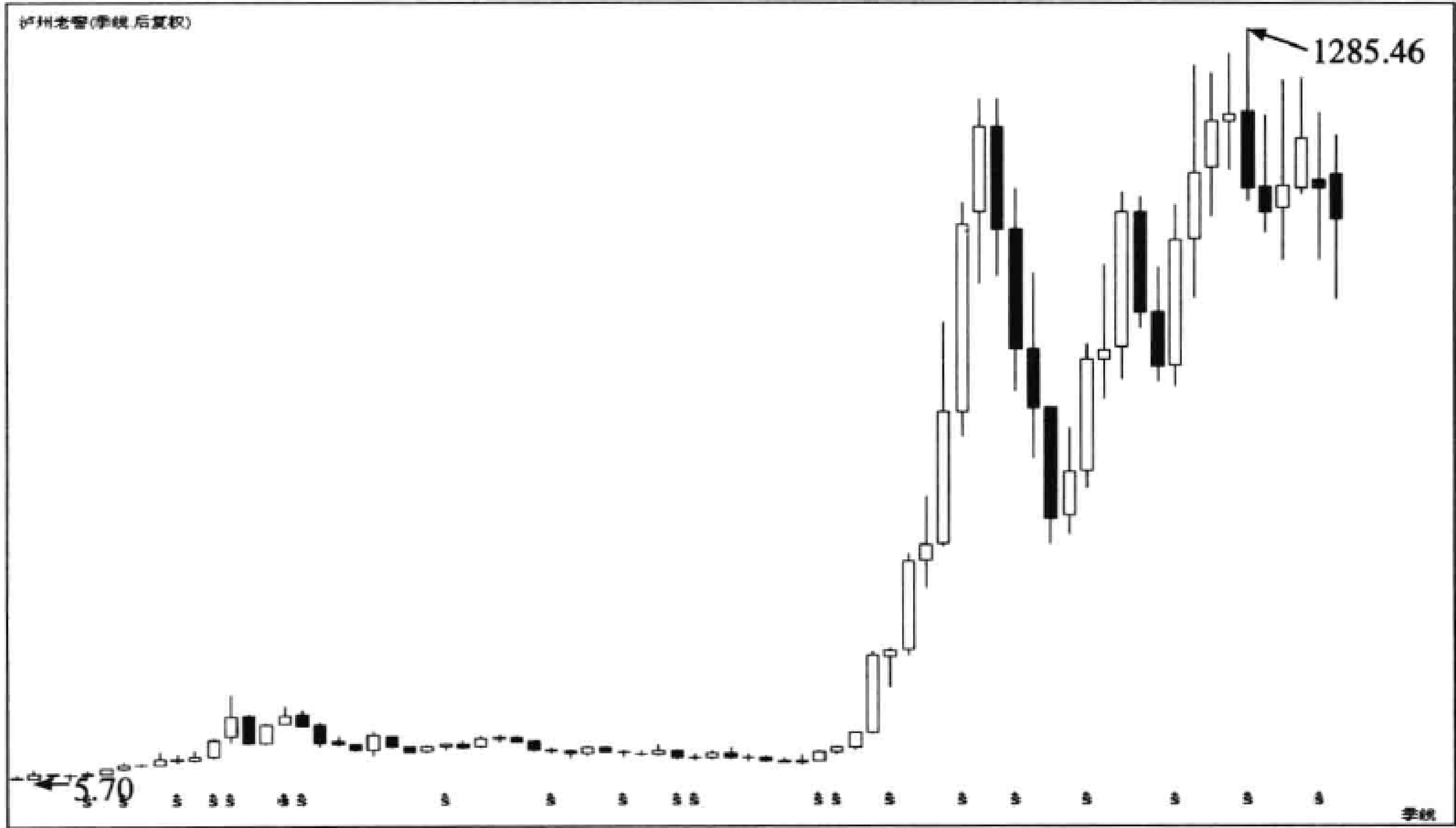


图 4—10　1995～2011 年泸州老窖（000568）季 K 线走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不知为什么泸州老窖2006年前的数据有点儿不合常理，特别是利润增长、下降起伏太大，从股价K线也可以对应看出这个时间区间的大幅波动。如从近10年计算，2002～2011年销售收入增长8倍多，净利润增长近56倍之多！业绩的高速增长（表4—4），带来了66.23%（2011年）的毛利率和40%（2011年）以上的净资产收益率。

表4—4　1995～2011年泸州老窖销售收入和净利润表

年份	销售收入（万元）	增长率（%）	净利润（万元）	增长率（%）
1995	71714		21109	
1996	96435	34.44	24468	15.91
1997	106955	10.89	31873	30.26
1998	82673.44	－28.17	12321.79	－158.58
1999	101802.08	23.09	12573.6	2.04
2000	97873	－23.29	16682	13.37
2001	99536	17.38	8509	－96.05
2002	105327	5.53	5142	－65.48
2003	118624	12.38	4184	－22.89
2004	128225	7.92	4541	8.53
2005	145664	13.29	4618	1.7
2006	192621.45	31.03	32256.64	598.48
2007	292685.45	51.95	77336.71	139.75
2008	379837.87	29.77	126598.79	63.7
2009	437042.25	15.06	167333.91	32.18
2010	537087.18	22.89	220，524.40	31.78%
2011	842791	56.91	290502.72	31.73

1995～2011年泸州老窖销售收入（图4—11）和净利润（图4—12）的高速增长推动该公司股票价格创造了A股市场收益高达135倍以上的奇观。这一案例充分体现出经济学中的价值规律：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然价值与价格不是时时保持一致，更不会亦步亦趋，但价值决定价格，价格必然围绕价值运动，两者长期走势的方向、上升的力道具有紧密联系和形态相似。优秀企业快速增长的价值必定会带动企业股票价格快速上涨，反过来说，高股价的背后肯定是一个高价值的优秀企业。

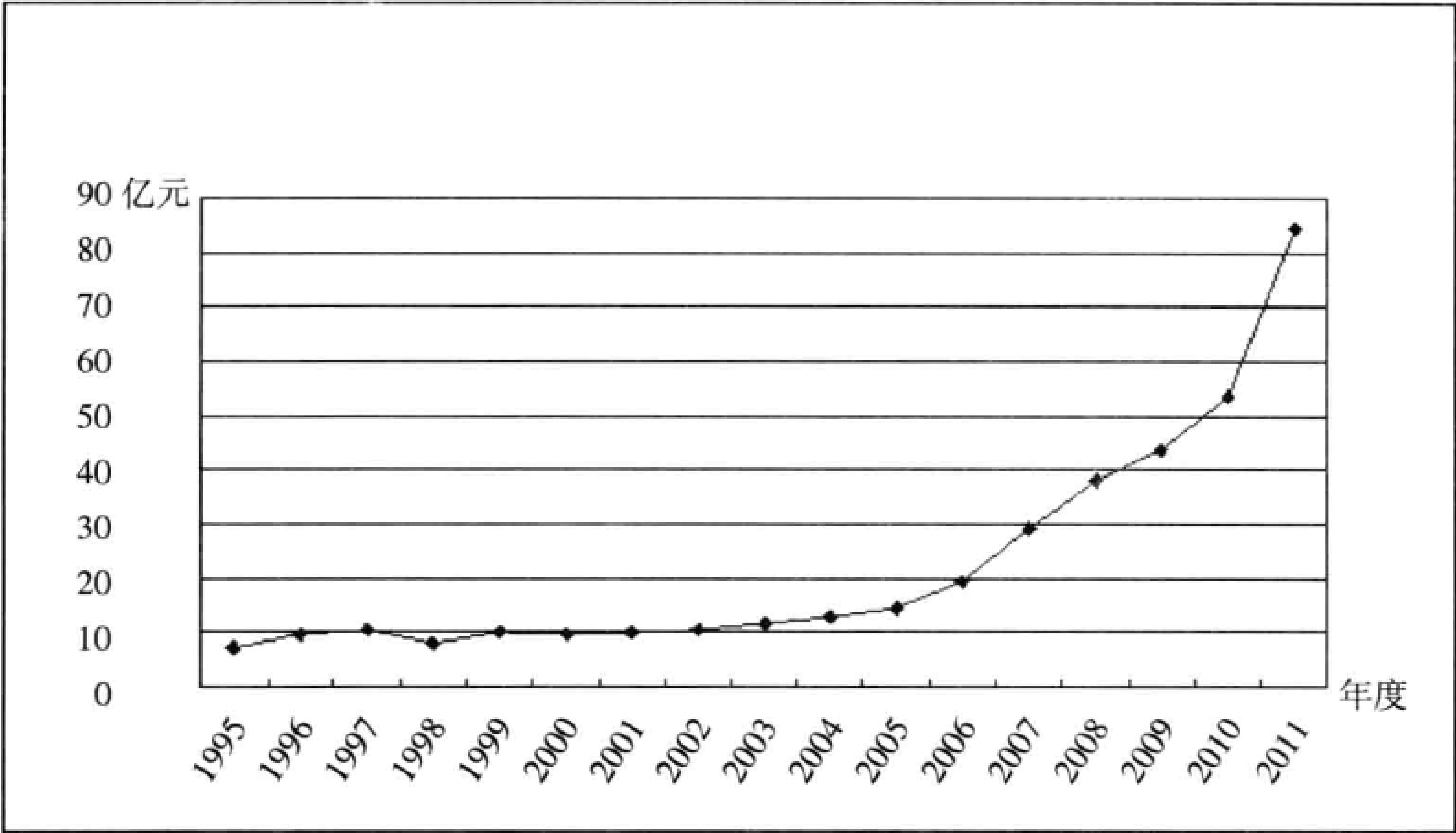


图 4—11　1995～2011 年泸州老窖销售收入增长图

泸州老窖（000568）源远流长，是中国浓香型白酒的发源地，以众多独特优势在中国酒业独树一帜。公司拥有的“泸州老窖池群”始建于明朝万历年间（约公元 1573 年），连续使用至今，是我国现存建造时间最早、连续使用时间最长、保护最完整的酿酒窖池，1996 年被列为全国重点文物保护单位。“泸州牌”是我国著名四大名白酒之一，泸州老窖公司拥有老窖池 10084 口，其中百年以上老窖池 1619 口，百年以上窖池群生产的基酒都可以用来生产“国窖 1573”。

在 A 股市场上，该公司是一家难得的分红慷慨的企业之一，它高额稳定的分红已远远超过了当年 IPO 的筹资。复权后的股票价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

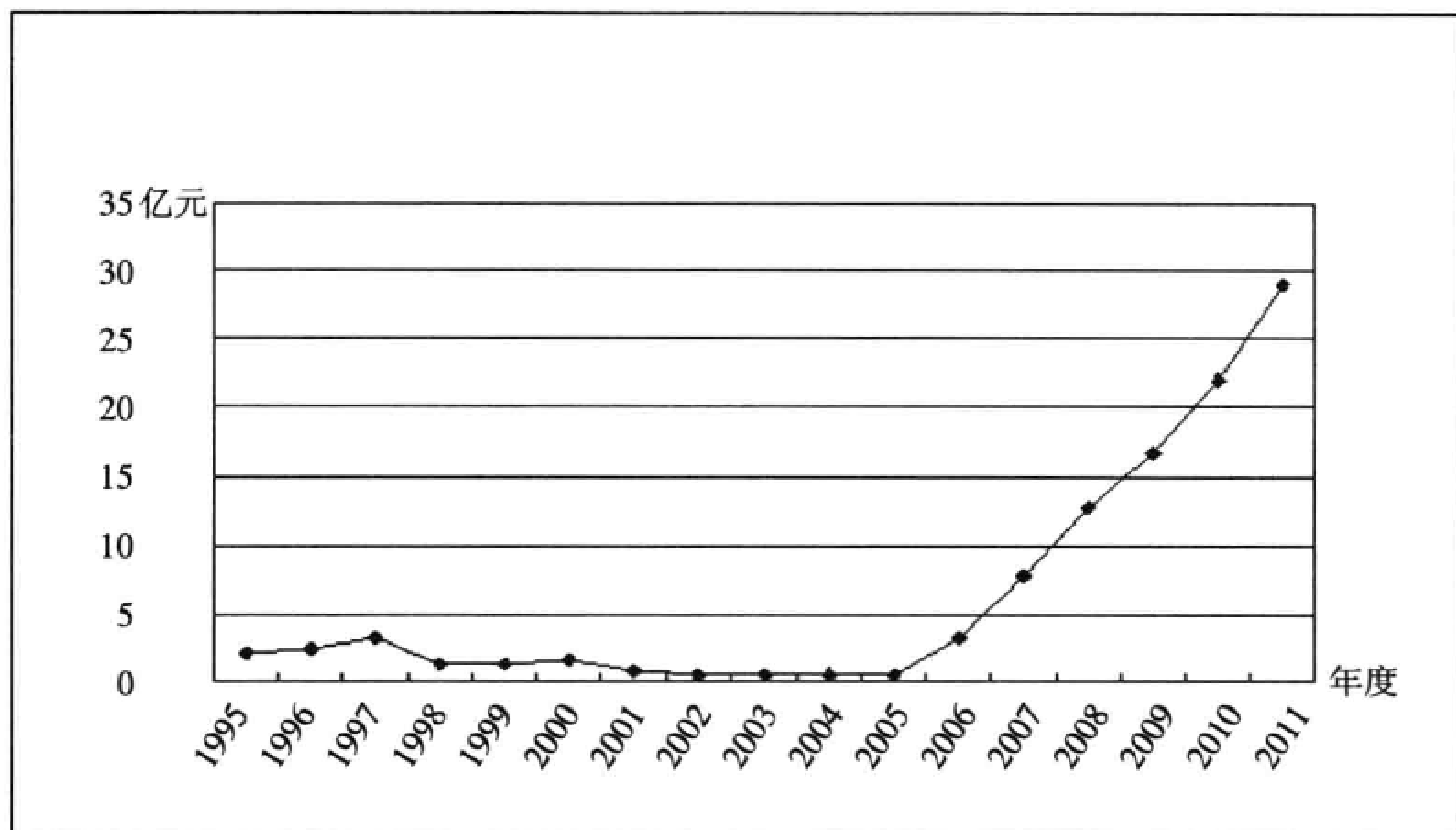


图 4—12　1995～2011 年泸州老窖净利润增长图

高达 1285.46 元！是当年上市当日收盘价的 130 多倍。虽然它没有茅台强，没有五粮液大，但在诚信经营和股东价值最大化方面其管理层无疑是优秀的，以谢明为首的管理层是大小股东值得信赖的管理团队。我相信，以合理的价格继续投资泸州老窖，在以后的经营发展中该公司还会给股东带来满意的投资收益。

如按 2011 年实现的经营现金净流量 39.72 亿元进行估值，则内在价值大约在每股 100 元以上。2012 年 11 月股价在 33.3 元左右，在熊市后期，目前 11.8 倍的市盈率和 5 倍多的市净率，本人觉得进一步下跌的空间不大了。从长期投资的角度看有较大优势，如果股价在 30 元以下买入就具有了更大的优势，安全空间的充分度会更大一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节
苏宁电器 8 年股价增长 42 倍

苏宁电器（002024）于 2004 年 7 月 21 日在深圳股票交易所上市，发行量 2500 万股，每股发行价 16.33 元，上市首日开盘价 29.88 元，上市首日收盘价 32.7 元。2010 年 10 月复权后最高价达到 1366.03 元（图 4—13），2012 年 8 月复权后最低价为 517 元。8 年之中，如果当时以当日收盘价买入并持有，2010 年 10 月收益是当初的 42 倍，2012 年 8 月收益是当初的 15.8 倍（这可是大熊市中收



图 4—13　2004～2012 年苏宁电器（002024）月 K 线走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益）。如果当时投入10万元，最高增值可达410万元，最低增值可达158万元。这个公司是中国A股市场中商业行业的一个奇迹，也是民营企业中最耀眼的明星企业之一。

表4—5 2003～2011年苏宁电器销售收入及净利润表

年份	营业收入（万元）	增长率（%）	净利润（万元）	增长率（%）
2003	603371.64		9890.19	
2004	910724.67	51.6	18120.37	84
2005	1593639.1	74.72	35062.99	93.37
2006	2492739.5	56.6	75763.6	116.08
2007	4015237.1	61	146542.6	93.42
2008	4989670.9	24	217018.9	48.09
2009	5830014.9	16	288995.6	33.17
2010	7550473.9	30	401182	38.81
2011	9388858	24.35	482059.4	20.13

如果从这家企业2003～2011年销售收入和实现的净利润两项财务指标的增长过程看（表4—5），就不难发现苏宁电器快速增长的股价是公司以往优秀经营业绩的体现，销售收入持续高速增长（图4—14），净利润在2011年前连续8年保持30%以上的增长（图4—15）。从2010年10月至2012年8月股价从16.5元（复权前）大跌至6.02元，也反映了投资者对苏宁从电器连锁向综合电商转型困难经营的过度反应。我个人认为，苏宁从创建以来，由小变大、从弱到强，一路闯过无数艰难险阻，战胜无数竞争对手，最后战胜强大的国美电器，成为电器连锁的老大。相信它在综合电商这片商场蓝海中，一定能战胜其他电商，成为电商行业的领跑者。其主要理由是：一是有一支商战经验丰富、战斗力强的管理团队，特别是团队的灵魂人物张近东，是一个值得信赖、非常能干的管理者；二是遍布全国的实体网点是电商业务体验、配送等强大的支撑，也是取得客户信赖的保障；三是公司强大的后台系统，为物流、经营、人员等高效的管理提供了强大的支撑；四是公司经营具有较高的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

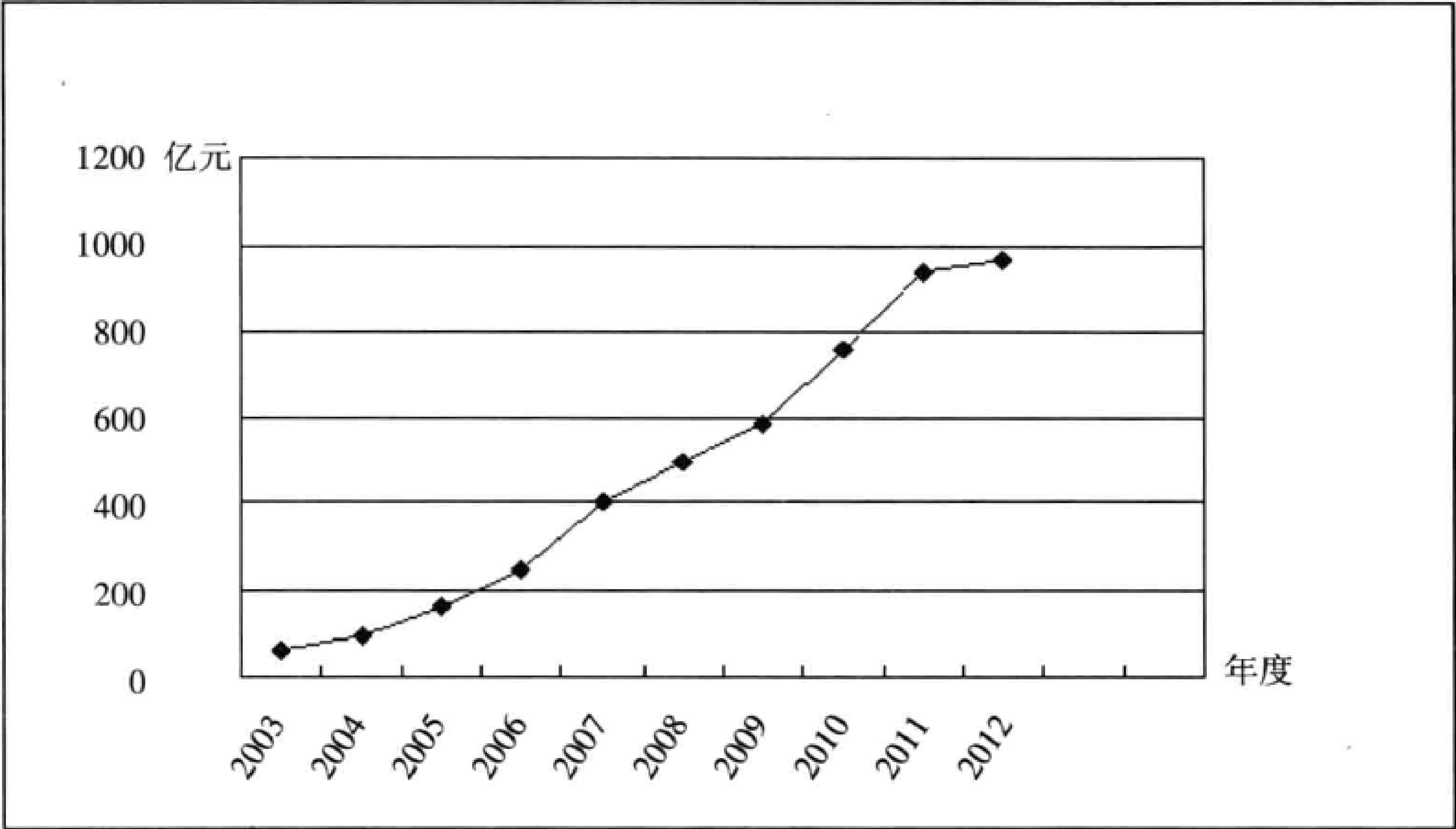


图 4—14　2004 年至 2012 年 9 月苏宁电器销售增长图

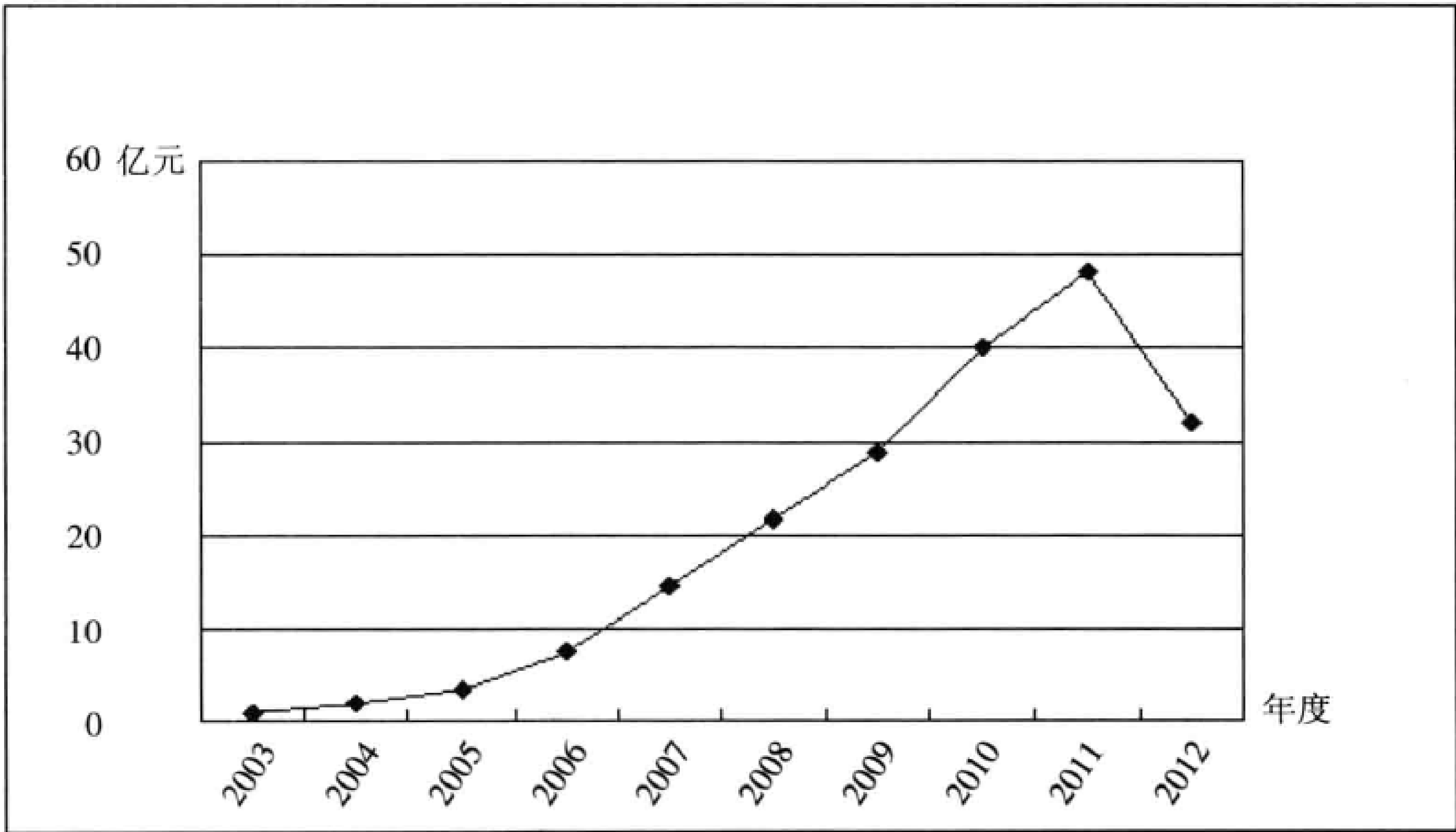


图 4—15　2004 年至 2012 年 9 月苏宁电器净利润增长图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营应变能力，而且有一战定乾坤的决心和勇气；五是实体经营源源不断的现金流是中国电商其他企业与其无法比拟的优势。内生性的现金供应更比外界投资有保障，这一点对于还处于烧钱阶段的电商来说尤为重要，甚至可以说生死攸关。

苏宁电器是中国家电连锁经营行业的龙头，是中国最大的家用电器专营连锁经营企业，在行业内的地位突出，具备较强的竞争优势，其销售终端网络强大，并与国内外数百家名优产品生产厂家建立了稳定的业务关系。2012 年计划新进入 39 个地（市）级城市，新开各类连锁店 416 家。截至 2012 年 6 月末在中国大陆地区已进入 264 个地级以上城市，拥有连锁店 1689 家，在香港地区拥有连锁店 28 家，在日本市场拥有连锁店 11 家，共计拥有连锁店 1728 家。

2011 年 6 月董事会通过未来 10 年发展规划，着力打造科技苏宁，逐渐成长为世界级一流企业。连锁发展以超级旗舰店、旗舰店、精品店和邻里店四种店面形式，进一步完善一、二级市场空白区域和新兴商圈布局，加快三、四级市场网络拓展，保持相对稳定、较快的连锁网络拓展速度。

公司通过云计算技术的广泛应用打造云基础平台是实现未来 10 年战略的核心。从技术资源到客户资源、物流资源、财务资源、管理资源等方面以云计算技术的方式进行有机整合，建设一个涵盖 B2B、B2C、ERP 等在内的无限广阔的广义电子商务云平台。随着云服务模式的建成，苏宁将会从单纯的产品和基础服务提供商成为一个真正的客户需求运营商，基于客户的体验更多地提供增值服务和整体解决方案，形成差异化的竞争能力。建成一个全品种、综合性的电子商务商城，成为融互联网企业与零售企业特性于一身的电商典范。

2011 年 7 月，世界品牌实验室在北京发布“2011 年《中国 500 最具价值品牌》”榜单，工商银行、CCTV、苏宁电器、五粮液等位居品牌榜前列。其中，苏宁电器品牌价值由 2010 年的 508.31 亿元上升至 728.16 亿元，位居整个榜单第十四位，继续蝉联中国商业零售第一。

该公司内在价值从销售的角度看，如用 1 元钱买入 1 元的销售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入看，2011 年价值为 938 亿元，每股价值大约 12.7 元左右，2012 年 7 月 5 日非公开增发 A 股 3.87 亿股，张近东与弘毅投资以 12.15 元认购，可能就参考了销售收入这个关键因素。按 5 年平均现金净流量一半（因前 5 年形势比较好）保守估值为每股 16～20 元之间。2012 年 11 月 23 日股价为 6.20 元，以这个股价买入就有了较大的安全空间。优秀的企业遇到暂时的困难（这时股价也比较低），正是价值投资者买入的良机。只要公司按现有计划快速转型，苏宁仍会与电器连锁经营一样称霸电商行业，我相信苏宁一定会给大小股东比较满意的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　教训篇

我一直相信，愚者和智者的主要差别在于，智者能从错误中学习，而愚者则不会。

——菲利普·A·费雪

股票投资分析一般会受三方面原因的影响：首先是过于乐观。处于牛市环境，情绪必然过于乐观，分析也会过于乐观，这样的分析起码不够客观。这就是人们常说的牛市“牛”思维，熊市“熊”思维，这两种思维还具有较大的惯性。两种情绪，最重要的还是要防止过于乐观，过于乐观才是我们股票投资的大敌；其次是过于自信。对于自己认为非常了解的行业企业或产品简单的企业，在分析时就有一种优越感，分析结论就会存在较大的主观武断成分；最后是超过边界。超出自己的能力范围分析了多变易变的行业企业，多变易变的行业企业是一般投资者的大忌。本人也不例外地受到上述原因影响，分析或投资出现由此衍生出一些偏差问题。下面对几个典型案例的反思，供朋友们借鉴参考，举一反三，引以为戒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节

巨债低效投资损害稳定经营

——对楚天高速的分析及投资实践的反思

这个分析案例于2008年2月（当时正值牛熊拐点）发表于本人新浪财经博客。当时对有利因素做了较多的考虑，它们分别是：①楚天高速资产简单，便于分析，也可提高分析的客观性和准确性；②收取车辆通行费，主营业务单一稳定，所以经营现金流稳定而有保障。单一高速公路公司的特性，适合对企业的账面价值、隐含价值和现金流估值三种估值方法，同时可以对不同估值方法进行比较印证；③公司路产建设较早，具有较高的重置隐含价值溢价；④本人对湖北的高速、铁路等交通网比较熟悉，分析起来影响因素会考虑的更全面，更接近实际；⑤沪渝高速湖北与重庆最难建设的连接段，即最后的几公里将于2008年底贯通，届时楚天高速的车流量会大幅度增加。

而对于不利因素的考虑有的没有考虑，有的偏于乐观，主要表现为以下三点：①政府交通背景，决定了楚天高速成为政府新建高速公路的廉价融资平台（上市的高速公路公司大多如此），这也决定了公司对于政府利益的倾斜和小股东利益的偏离。公司随后承担的带有公益性相对低效的大随高速、十房高速建设也证明了这一点；②对当时正在修建的同向武汉—荆门—宜昌高速公路和同路径的武汉—荆州—宜昌铁路分流影响认识不足；③2008年2月处于明显的牛市反转熊市的拐点期进行买入分析本身就是一种不理性的表现。

1. 第一次分析：楚天高速（600035）可以说是目前上市公司中经营最为简单的公司之一，其资产只有武汉—荆州—宜昌278.87km

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的高速公路。

楚天高速总股本93165万股，流通股38766万股。总资产31.8亿元，总负债8.8亿元，净资产23亿元。股东权益比72.33%，负债率仅为27.67%，其长期负债一直保持1亿元，货币资金2.6亿元。2006年营业收入6.2亿元，2007年将达6.8亿元，增长9.7%。利润由于年底雪灾可能增长不大，但净资产收益率有望达到15%，每股收益预计0.3元以上，经营现金净流量一直大于净利润。这说明楚天高速现金流充裕，具有强大的财务基础和实力。

（1）重置法估值：该路建于20世纪90年代初，当时造价大约800万元/km左右，之后经过大修等费用成本资本化后，其造价约为1450万元/km左右，总造价约为40亿元左右。目前新建高速公路，平原地区约3500万元/km，故楚天高速按现行造价（即重置价）约达97.6亿元左右。2008年2月15日股价近8元（图5—1），总市值为74亿元，重置价与股票市值折价约23.6亿元，折价率为24%，随着人民币的升值其价值还将高估一些（2012年10月股票市值仅26.8亿元，股价每股2.88元，与牛市最高价9.6元相差3.3倍，这一点也警示了牛市乐观估值的危险，尽管股票市值比保守重置价值有较大折价）。

（2）现金流估值：因为高速公路具有现金流稳定的行业特点，比较适合采用现金净流的方法进行估值。基本方法是按现金净流量二步法，保守利用2006年净利润2.58亿元（因现金净流量大于净利润。再就是公司没有新的经营资本和固定资本投入，权当净利润为自由现金流），考虑2008年沪渝高速（湖北南线）贯通增加约30%的车流量，加上我国车辆拥有量平均自然增长约8%，再考虑杭兰（武汉—荆门—宜昌）（湖北中线）2008年贯通的分流因素估计16%。2008年的车流量毛算仍可增长30%+8%−16%=22%（假设中、南线同时开通）。再说成渝地区属西部发达地区，出川东车流肯定比西北地区大得多，而且可能是以计重车辆为主。由于楚天高速目前日均车流不到10000辆，其未来几年增长可达15%左右。保守估算楚天高速内在价值将在130亿～180亿之间，按估值区间下限计算每股股价将近14元，按50%安全空间打折，股价在7元以下就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

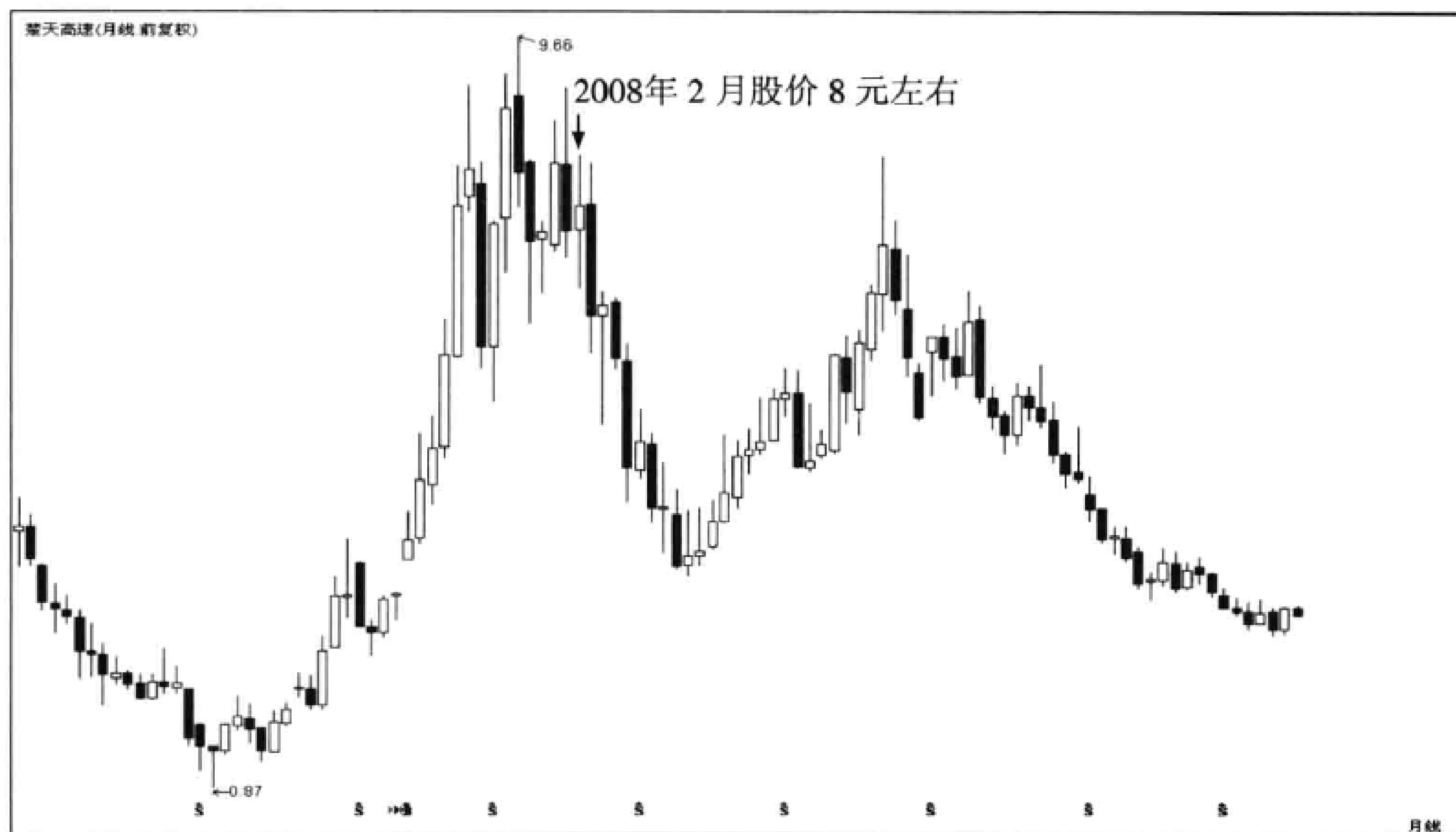


图 5—1 2004 年 3 月至 2012 年 12 月楚天高速月 K 线图

可认为达到了安全线（当时自认为有较大的安全空间，主要是高估了车流量的增速，再一次证明牛市尾声进行企业估值必定存在过度乐观情绪。作者注）。

2. 第二次分析：该公司 2004 年 3 月 10 日上市，发行量 2.8 亿股，每股发行价 3.00 元，首日开盘价 6.18 元，以后一路下滑到 2005 年 7 月 29 日的 2.54 元（复权）/1.4 元（未复权），运行到 2007 年 9 月 28 日最高价 12.92 元（复权）/9.66 元（未复权）。最低市盈率为 13.27 倍，最高市盈率为 36.95 倍；最低市净率为 1.24 倍，最高市净率为 3.45 倍。

2008 年预计楚天高速从 2 月 8.82 元高点（复权前）跌入 4.1～5.1 元区间，对应的市净率在 2 倍左右，市盈率在 15 倍左右，这一价值区域可判断为楚天高速的价值中轴区。到了这一区域该股将成为较好的价值投资品种（2012 年 10 月该公司股票只有 2.88 元了，与最低判断 4.1 元相差近 30%。市盈率只有 9 倍，与中值判断 15 倍相差近 40%。市净率只有 0.82 倍，与中值判断 2 倍相差近 60%（这充分证明简单随便估值和个人主观判断出差错的概率高。作者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注），其理由有以下几点。

（1）商业准则分析：

①符合简单的原则：首先是企业资产简单，只有汉宜 278.87km 的高速公路经营权；其次是经营简单，只有收取车辆通行费一项营业收入，再无其他收益；再次是组织结构简单，员工 450 人，管理无难度。总之，公司易于理解。

②符合垄断原则：2002 年已被授予 30 年经营权，还有 24 年时间，也就是说 24 年公司能够续存经营，对一个中年的价值投资人来说 24 年基本够了。再就是无论是否有杭兰高速分流，这条沪渝湖北最便捷的路段不会被取代，除非发生断行事件。除人力不可抗力外，公司将在维护管理方面更要下大功夫，以后不会再给公司大修仍能保持半边路面行车收费的机会了（如出现路面大修车辆很容易取道武汉—荆门—宜昌线）。公司无多元化经营之忧，增长前景虽不高但稳定，评价优于行业平均值和大部分企业。

（2）管理准则分析：

①理性：经营方向目前还无偏离主业的苗头，但在市场处于高位之时要用 2000 万元购买基金，说明管理层要么不明智，要么投资理念不先进，要么对自己经营不自信。回购股票，或归还贷款，或投资同类相关项目才是明智之举，从财务上讲才是最划算的。

②诚信：至今未见不良报道，但本人未曾与管理层交流过，故可取值中性（2012 年注入优质资产的承诺落空，诚信一项应该给负面评价。作者注）。

③能干：手中无管理层或好或坏的信息，但高位购买基金的笨拙表现起码是负面的（对麻竹高速大悟至随州段的低效投资，所产生的平均 30 亿元左右巨额贷款的利息，对公司将产生极为不利的影响。2010 年财务费用为 2530 万元，而 2011 年、2012 年分别达到 10308 万元和 10824 万元。基本面变坏将由此发生，能干这项已是非常负面评价了。这是价值投资者最不愿意看到的。作者注）。

（3）财务准则分析：

①所有者收益：公司低成本经营，主要是过去公路为造价 800 多万元/km 水泥高速老路，经过翻修后成为现代沥青高速，由于享

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受了过去低成本土地政策，虽然大修，可视同为新建。但与目前新建高速有近 2/3 的低成本优势。2007 年净资产收益率可能在 15%以上。

②经营现金净流量：公司现金净流量 2005 年为 3.4 亿元、2006 年为 3.8 亿元，2007 年有望超过 3.8 亿元以上。宜昌—恩施段高速通车可增加车流，2008 年可部分实现增加车流预期，预计增加车流 10%左右，现金净流将达到 4.2 亿元。2009 年可基本实现增加车流 15%～25%的预计，现金净流达到 4.5 亿～5 亿元。2009 年后主观认为武汉—荆门—宜昌分流与车流自然增长相抵，即目前日均 9000 辆保有量不变，沪蓉高速全通约在 2010 年，业内人士认为将在目前车流量基础上增加一倍，达到 18000 辆，届时湖北境内车辆约为 11000～12000 辆，外地车辆约为 7000～8000 辆，且以出川货车为主。其收益可能占到公司总收益的 50%，沪蓉高速全线贯通后一年可能达到这个峰值，届时通行费（如收费政策与收费标准不变）可能达到 11 亿～13 亿元，现金净流量可达 7 亿～8.5 亿元（2010 年 7.4 亿元，净流预测还是正确的。2011 年、2012 年因低效投资财务费用大增导致现金净流大减 1.2 亿元左右。作者注）。净利润可达 4.4 亿～5.2 亿元，每股收益可达 0.48～0.55 元之间，如按市盈率 20 倍计算，股价合理区间为 9.6～11 元。目前市值 73.97 亿元，市盈率 28 倍，市净率 3.25 倍，价格偏高。

③安全边际：基于楚天高速属于稳定增长型公司，且稳定性要大于增长性，应该给予其 50%上的折价，个人认为 5 元以下才具有长期投资价值（如果没有新建高速贷款产生利息支出，每股是可以达到 0.5 元收益的，按 2012 年 10 月近 10 倍的市盈率计算，其合理股价是可以达到 5 元以上的，如果按股市合理平均市盈率 15 倍计算，就具有了 1/3 以上的基本安全空间。作者注）。

④留利分红：只要能够找到红利收益 4%～5%的股票，你就成功了一半。如果你想获得 10%的年平均收益率，而其中的 5%来自红利，在股票价格上你只需要再获得 5%的微小涨幅就足以达到目标了。2006 年湖北省高速公路集团有限公司做出如下特别承诺：在楚天高速股权分置改革方案通过的当年及随后两个会计年度的股东大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会上，提出楚天高速的分红比例不低于当年实现的可供股东分配利润（非累积可分配利润）的50%的分红议案，并保证在股东大会表决时对该议案投赞成票。2010年沪渝高速全线贯通专业人士分析将增加一倍的车流，保守估算增加车流50%，在2011年或2012年后，净利润可达4.68亿元以上（2010年、2011年均未达到，计算过于乐观。作者注）。距经营权仍有20年，如果20年平均按4.8亿元净利润计算，每年按50%的承诺分红，即有约2.4亿元可分（含税），相对就可以得到5%的固定收益。

如果楚天高速的年增长与我国汽车自然增长8%相近，就可以得出这样的结论：投资楚天高速在未来获得13%年（5%+8%）利润增长属高概率事件。

3. 第三次分析：2008年11月10日一则《楚天高速斥资38亿元投资修建大悟至随州高速公路》的新闻报道指出：麻竹高速公路大随段项目投资协议签订，是楚天公司自2004年上市融资8亿元之后，在积极参与省内交通重点工程投资建设管理上实现的又一重大突破，再一次为交通发展筹融资做出了积极贡献。本人就这一报道在新浪博客发表了《楚天高速巨资投劣高　风险骤现要远离》的文章。简单分析如下：

一个净资产只有27亿的公司，竟要举债投资38亿元修建83km的低效大随高速，每公里造价达4800万元之多，每年利息将高达1亿多（财务费用由2009年的2530万元上升到2012年9月的1.63亿元之多，作者注）。而目前该公司唯一路产279km的汉宜高速（武汉—荆州—宜昌），处于湖北最发达地带，每天车流量平均只在8000～9000辆，近几年净利润才达2亿多元，何况目前一条平行武汉—荆门—宜昌的高速即将贯通，分流效应大，本人预计将大于所谓沪蓉增长效应。更有一条与（武汉—荆州—宜昌）路径一样的铁路在近两年建成，对楚天高速可以说人车分流形势更严峻。这次投标中标的大随高速处于湖北经济欠发达县市，属老少边穷的地方，车流量太低。本人意思不是这样的地方不该建高速，而是不该由一个承载大小股东利益，且前景不妙的上市公司去做这样的低效工程，应该由地方财政出钱来做才对。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 结论：楚天高速（600035）已沦为政府公益性高速公路建设的廉价融资平台，基于未来两年先后有同向的武汉—荆门—宜昌高速和同路径的武汉—荆州—宜昌铁路（2012 年 9 月已通了动车组，作者注）分流车量，再加上公司巨额举债承接大悟—随州、十堰—房县低效高速投资，因此本人给予不再持有的评价。

5. 检讨：2012 年 10 月对于楚天高速分析的检讨，首先是第一、二次分析虽然思路正确，但过于乐观，第三次分析能看清公司问题的实质和正确估算问题的影响，把握主要矛盾，觉醒较快；其次是处于 2008 年 2 月牛市掉头走熊的时段进行分析，不可避免地带有牛市思维的危险，如果真的投资操作可就要出大问题了；最后是安全空间把控不够严格。股价从 2008 年 2 月的 8 元多跌到了 2008 年 11 月的 3.11 元！比分析的安全空间的区间 4.1～5.1 元还低得多。本人对于该公司估值虽然还算理性，但不够苛刻，有一定的迁就成分，这是追求安全空间所要忌讳的问题。总之，要牢记这一案例分析的教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节

牛市后期双保险风险依然大

——对桂东电力的分析及投资实践的反思

对桂东电力（600310）的分析时间为 2008 年 2 月（图 5—2）。

1. 分析思路：①公司属电力企业，经营稳定，公司是全国独有的具有电站与电网同时经营的高度垄断企业；②公司是国海证券的第三大股东，每股含国海证券 0.76 股，属于影子证券公司之列，当时的参股金融、参股证券是 2007 年大牛市的热门概念股；③不断传出国海证券已上证券会，把这个消息当成了股价将大涨的“催化剂”。

2. 该案例的教训：①影子证券股双重保险（投资证券价值和企业本身价值）也不一定拥有充分的安全空间；②牛市尾期做买入分析不可避免地带有牛市过度乐观的色彩；③人人都知道的“催化剂”实际上早已被催化过了，股价中已包含了这个“催化剂”价值。

桂东电力于 2001 年上市，主营电力生产销售、电网经营、投资国海证券、中高压电子铝箔和贸易业务等。总股本 15675 万股，流通股 6071 万股（2011 年 4 月已 10 股转 5 股）。

桂东电力是厂网合一、发供电一体化的企业，发电业务以水利发电为主，属于国家重点支持的清洁能源产业，享受税收政策扶持。公司电网除覆盖广西东部地区外，还辐射广东和湖南邻近地区，是全国水电行业中网架覆盖面最宽最完整、整体实力最强的区域电网。公司为广西贺州及周边地区的经济增长，提供了强有力的电力需求保障。尤其是目前贺州市正在成为广东珠三角地区重要的电力能源供应基地，未来贺州还将加快与南方电网、华中电网对接的电网建设，建成“西电东送”的重要基地。公司电力业务进入成长收获期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

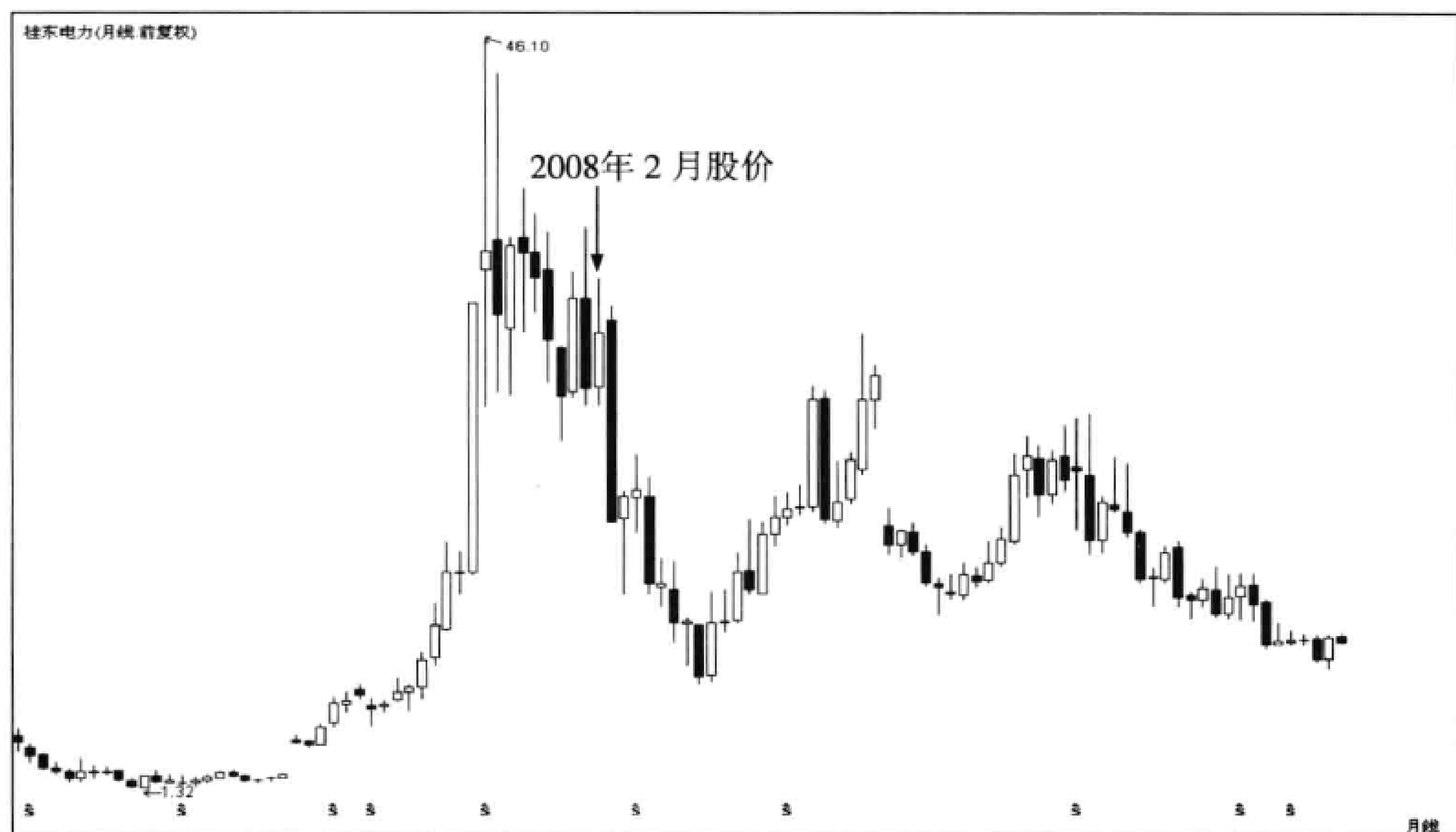


图 5—2 2004 年 4 月至 2012 年 12 月桂东电力月 K 线图

公司下属的平乐巴江和昭平电站各三台 3 万千瓦机组和 1.65 万千瓦机组 2007 年 6 月已并网发电，由于 2006 年、2007 年的装机容量的扩张，公司发电量将分别达到 82.5%和 17.1%的增长，自发电比例提高将提升公司的盈利水平。

2007 年三季报显示，公司持有国海证券 11873 万股，占其总股本的 14.84%，为第三大股东（2012 年 10 月股本为 19789 万股，国海证券上市增资扩股所致），最初投资成本为 1.24 亿元，由于已计提长期投资减值准备 3172.81 万元，期末账面价值为 0.92 亿元。国海证券 2006 年净利润 1.19 亿元，而国海证券近期公布的 2007 年未经过审计年报净利润为 6.14 亿元（2007 年可是所有证券公司最赚钱的一年），业绩大幅增长，公司也将获得不菲的投资收益。另外，国海证券一直谋求借壳 SST 集琦上市，如果能顺利实施，公司将身价倍增。据公开消息，国海借壳桂林集琦（000750），已报证券会。

按现金净流法估值：桂东电力的股票估值为 33.87 元/股，安全边际 17 元以内/股。这是纯桂东电力本身的内在价值。

按每股收益估值：2006 年、2007 年均为 0.58 元/股，如给市盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率（PE）30 倍，可达 17.4 元/股。

国海证券对估值的贡献度：6.14 亿（国海证券 2007 年利润）×14.84%（桂东电力持股比例）＝9111.76 万元（桂东电力可得份额）。9111.76 万元/11911 万股＝0.76 元/股×75%（桂东电力每股含国海股份比）＝0.57 元/股×30 倍＝17.2 元。

2008 年 2 月长江证券（000783）最低股价为 25.2 元，国元证券（000728）股价为 29.6 元。因此，国海证券在桂东电力股票价值中占有 17.2 元应该不算高。

因而，桂东电力股票每股价值可达：17.4 元（采用最低估值）＋17.2 元＝34.6 元。其安全空间区间应在（34.6 元÷2）17.3 元以下（这个安全空间处理还算有点儿理性。作者注）。

3. 检讨：2012 年 10 月对于桂东电力投资分析的检讨，首先是存在牛市乐观情绪，一个公用型企业居然采用 30 倍的市盈率估值，惭愧！（运用行业平均市盈率要妥当一些）；其次是采用的盈利数据严重不当。当时证券业普遍存在高盈利，盈利数据正是一个峰值（股市牛市狂热必然带给券商丰厚利润），国海证券 2007 年利润 6.14 亿元，2009 年居然只有区区 617 万元，相差近百倍！最后是对于参股证券的公司股票价格（因当时国海证券将上市）抱有投机预期，预期国海证券上市这个催化剂促使股价大涨。因而，投机心态下的企业分析是不可能做到理性、客观和审慎的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节

业绩记录很平庸投资回报低

——对中信国安的分析及投资实践的反思

中信国安信息产业股份有限公司，股票简称中信国安（000839）。1997 年 10 月 31 日在深圳证券交易所上市。2010 年 7 月在该公司股票大跌 50%之后，本人抱着“垄断行业稳赚钱，多元经营保安全”的“主观自信”思维，对这家上市公司进行了少量股票投资，以检验垄断资源类股票投资策略是否有效。当时投资主要基于三个方面的分析考量：

1. 经营范围比较广，企业生存盈利有保障。公司从事信息网络基础设施业务中的有线电视网、卫星通信网的投资建设；信息服务业中的增值电信服务、网络系统集成、应用软件开发，高科技产业中的新材料开发和生产、盐湖资源开发，房地产开发及物业管理等业务。投资产业广泛布局，能做到东方不亮西方亮，在确保生存的同时，还可以有效错开行业周期，防止经营业绩的大起大落。

2. 题材概念比较热，股价大涨不缺催化剂。打开大智慧证券行情系统 F10 信息中的操作必读，你会发现中信国安（000839）就有 8 个以上题材概念：电子信息概念、数字电视概念、沪深 300 概念、新能源概念、低碳经济概念、稀缺资源概念、融资融券概念、锂电池概念等。其中的低碳环保、稀缺资源、锂电池和新能源等曾是股市炙手可热的题材概念，该公司同时身具四样，可以想象其股价在众多可能的催化剂反复作用下股价表现一定不俗。2005 年 7 月每股 2 元多（未复权，下同），在 2008 年元月炒到了 21 元多，疯涨接近 10 倍之巨。2008 年 11 月 4 元多，在 2009 年 8 月炒到近 20 元，疯涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接近 5 倍以上。2010 年 7 月下跌 50%以上，本人在 10 元左右时做战略性部分买入，因为是在股价相对低位，所以觉得相对安全，如果出现任何一个催化剂就很可能将股价推向 20 元以上。

3. 垄断业务比较多，获取超额利润期可许。中信国安生产经营的产品或服务多达近 10 个。①锂电池正极材料：公司所属中信国安盟固利电源（占比 90%）占据钴酸锂产品国内市场份额的 40%，同时也是国内外唯一大规模生产动力锂离子二次电池的厂家。形成了从锂电池材料和锂电池，到电动汽车研发与生产的完整产业链；②盐湖资源开发：公司拥有柴达木盆地西台吉乃尔盐湖独家开采权，该盐湖资源储量为氯化锂 308 万吨、氯化钾 2656 万吨、氧化硼 163 万吨，潜在经济价值 1700 亿元，与盐湖钾肥正在开发的察尔汗盐湖并称青海省两大极具开发价值的富湖；③增值电信业务：呼叫中心业务和企信通业务等；④数字电视：公司在长沙、武汉、南京等地积极开展数字电视业务，截至 2012 年 6 月末，公司投资的有线电视项目所在行政区域入网用户总数约 2413 万户，数字电视用户约 1726 万户，互动电视用户约 140 万户；⑤控股国安通信：中信国安通信公司注册资本 14.10 亿元（公司占 87.5%），国安通信出资 13.65 亿元（占比 20%）发起设立江苏省广播电视信息网络股份有限公司（注册资本 68 亿元）；⑥碳酸锂：公司从盐湖卤水提取碳酸锂的工艺生产成本低，价格在 1～2 万元/吨；公司碳酸锂生产线设计产能在 2 万吨以上（实际产能低于设计产能）；⑦硫酸钾镁肥：公司青海西台吉乃尔盐湖一期 30 万吨/年硫酸钾镁肥生产线已实现稳定批量生产，已与 17 家代理商签订了协议订货量 70 余万吨；⑧北海土地开发：大通房产 2011 年度净利润－278.03 万元（上年同期利润 7845.91 万元）。2012 年度将利用广西北海大冠沙项目稀缺生态旅游资源的特点，推进北海大冠沙项目的开发建设工作；⑨参股金融：初始投资 5000 万元持有中投信用担保公司 5%股权。2012 年 6 月期末账面值 5000 万元。初始投资 1003.50 万元持有中信证券 0.03%股权，2012 年 6 月期末账面值 4209.58 万元。其中：盐湖资源产业、有线电视产业、数字通信产业、房地产开发产业和参股金融业务均有较高的政策、资金、技术等门槛，具有特权垄断经营的经济属性，这就意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着公司只要经营得当就会获取超过社会平均利润的超额利润。

由于中信国安涉及多个领域，包括有线电视业务、增值电信业务、网络系统集成业务、盐湖资源开发业务和新材料业务等，特别是手握丰富的盐湖资源和有线电视等垄断资源，公司一直是券商等研究机构的重点研究对象和股市资金追逐的宠儿。但不幸是，15 年来，并没有给中小股东带来像样的收益。上市的 1997 年营业收入 41220 万元，净利润为 10416 万元。2011 年度实现营业收入 177170.96 万元，净利润 14625.47 万元，分别增长 330%、40.41%（表 5—1）。净利润年化平均增长 2.69%。15 年总融资额 494885.88 万元，累计创净利 303623 万元，总派现额 141086.91 万元，总派现额与总融资额之比只有 0.29。如果从实业投资的角度看，按每年平均净利 2 亿元算，收回老本还需近 10 年，即投资回收期为 25 年（如果考虑合理的折现率回收期会更长）。从股息收益角度看，如果分红派息水平不变，年均股息只有 2%（含税），还不如银行 3 个月存款利率高，算上通货膨胀因素那就亏得有点儿大了。这项股票投资的主要教训有三点：

第一，忽视价值价格关系，滑入价格投机泥潭。从历史长期观察发现，中信国安上市 15 年期间，平均年净利 2 亿元，最高峰为 2009 年净利达到 6 亿多，利润率高达 31%。最差年份在 2011 年，利润率下降到只有 8%，净利只有 1.4 亿元。如果我们以 5%的收益估算（暂时不考虑风险因素），中信国安估值在 40 亿～120 亿之间（这已是非常乐观了）。本人在 10 元左右买入时（为方便叙述和计算，就算是 10 元），公司股本 15.7 亿股，公司股票市值高达 157 亿元，远远超过乐观的最高估值了。如果再从市净率、市盈率、利润增长率、净现金流和资产风险等方面考察或估算，公司的合理价格应该在 10 元基础上还要打上一个对折才具有一定的安全空间。本人仅因公司涉足垄断行业多、股价大幅下降等外界因素而忽略了公司经营品质、历史表现和基本估值，陷入依靠价格、指望催化剂催升股价的投机泥潭。

第二，迷信垄断经济特性，承担溢价风险过大。公司盐湖资源、有线数字服务这两块业务，具有高度的资源稀缺性、政策的高壁垒性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和市场的排他性属性。这类企业在资本市场定价往往会给出较高的溢价，在股市交易时这类企业的股票也会获得市场较高的溢价。如贵金属资源概念、稀土永磁资源概念、钾锂钛钼资源概念、硬质金属资源概念，甚至是煤炭资源概念等企业股票，公众在股市交易时往往会给予高于市场平均市净率、市盈率的交易溢价。这就是A股股评家们大肆鼓噪的怪言怪语："煤"飞"色"舞，"锂"直"气"（页岩气）壮等。有线数字电视等业务在中国均为政府文化部门主导垄断，其他渠道的资本很难进入，中信国安能够在多地进入这一行当，虽贵为国企，也可以说实属不易，因此，也只能算是一个特例。资源垄断型企业在股市上往往会高市盈率溢价交易，这种溢价交易表明安全空间的收窄或缺失，尽管是垄断性经营企业股票，我们也不能放宽估值标准和选股原则，使股票投资承受明显过高的溢价风险。

第三，迁就主业彰显乏力，容忍历史业绩不佳。公司经营范围宽泛、涉足多个行业和众多产品服务。有线数字电视和盐湖资源开发利用两块仍为公司最主要的业务。从（表5-1）中信国安1996～2011年营运和利润指标可以看到，1997～2011年15年间营业收入增长330%，净利润只增长了40.41%；2010年、2011年信息及服务（行业）营业利润分别占比为32.14%、51.99%；2010年、2011年产品销售（行业）营业利润分别占比为42.85%、44.06%；2010年、2011年净利润分别为2.6亿元、1.5亿元，分别负增长为-57.49%、-43.80%。可以看出，盐湖资源产品销售（行业）和信息及服务（行业）两大块主营业务的盈利金额、盈利增长和盈利占比均未彰显公司经营垄断的特性，长期处于乏力状态。盐湖资源产品销售（行业）和信息及服务（行业）可以说两者从营运收入的角度看都在不断地做大，但从盈利水平角度看两者与做强的距离都相差太远，并且这个差距在近两年有进一步扩大的趋势。由于主业经营彰显乏力，导致公司长期利润增长不稳定、波动大，甚至大幅负增长，15年间净利润累计增长只有40.41%，其中有5年净利润处于大幅负增长状态。企业经营历史轨迹是研究企业未来唯一可依赖的路径。中信国安经营记录平庸的历史毫无悬念地延伸到了2012年，并有更加劣化的趋势。公司为了掩饰2010年以来连续三年净利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润负增长的经营颓势，2012 年下半年以来中信国安屡有为增利润突击出售资产之举。一是卖国安联宇钾肥 51%股权预计回款 3237.57 万元；二是卖国安通信所持中国联通集团 8861.51 万元股权份额股票回款 1.28 亿；三是卖写字楼取得资金 4.42 亿元。三项资产出售共计可获得资金 6 亿多元，以靓化其年度成绩单，更有传说是为新一轮融资做好业绩上的准备。

从长期看，平庸的业绩必然产生平庸的股价，反过来也可以说，平庸的股价必然反映平庸的业绩。中信国安股价 2012 年四季末收盘价 55.42 元（复权后）比 1997 年三季末收盘价 25.90 元增长 114%（图 5—3），年均增长 7.6%左右。如果以上市当年三季度收盘价格投资中信国安，考虑通货膨胀和分红税收等因素，那么，15 年持股到头来仍是一桩不划算的买卖。

表 5—1　中信国安 1996～2011 年营业收入和利润指标

年份	营业收入（万元）	营业收入增长率	净利润（万元）	净利润增长率	利润率
1996	336115		8565		25.29%
1997	41220	22.62%	10416	20.93%	25.24%
1998	48596	17.96%	10918	4.81%	22.43%
1999	47081	－3.19%	20016	83.48%	42.55%
2000	52876	12.55%	26576	13.30%	50.09%
2001	45223	－17.05%	21284	－25.00%	46.90%
2002	93757	107.30%	18069	－17.77%	19.27%
2003	162725	73.45%	19229	6.66%	11.82%
2004	178364	9.59%	21596	12.50%	12.11%
2005	179986	0.91%	22461	4.01%	12.48%
2006	182082	1.16%	41916	96.76%	23.36%
2007	232144	27.49%	32525	－26.40%	14.01%
2008	190514	10.38%	35587	9.41%	18.68%
2009	196825	3.30%	61175	71.90%	31.08%
2010	201039	1.94%	26022	－57.49%	12.94%
2011	177171	－11.87%	14625	－43.80%	8.26%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

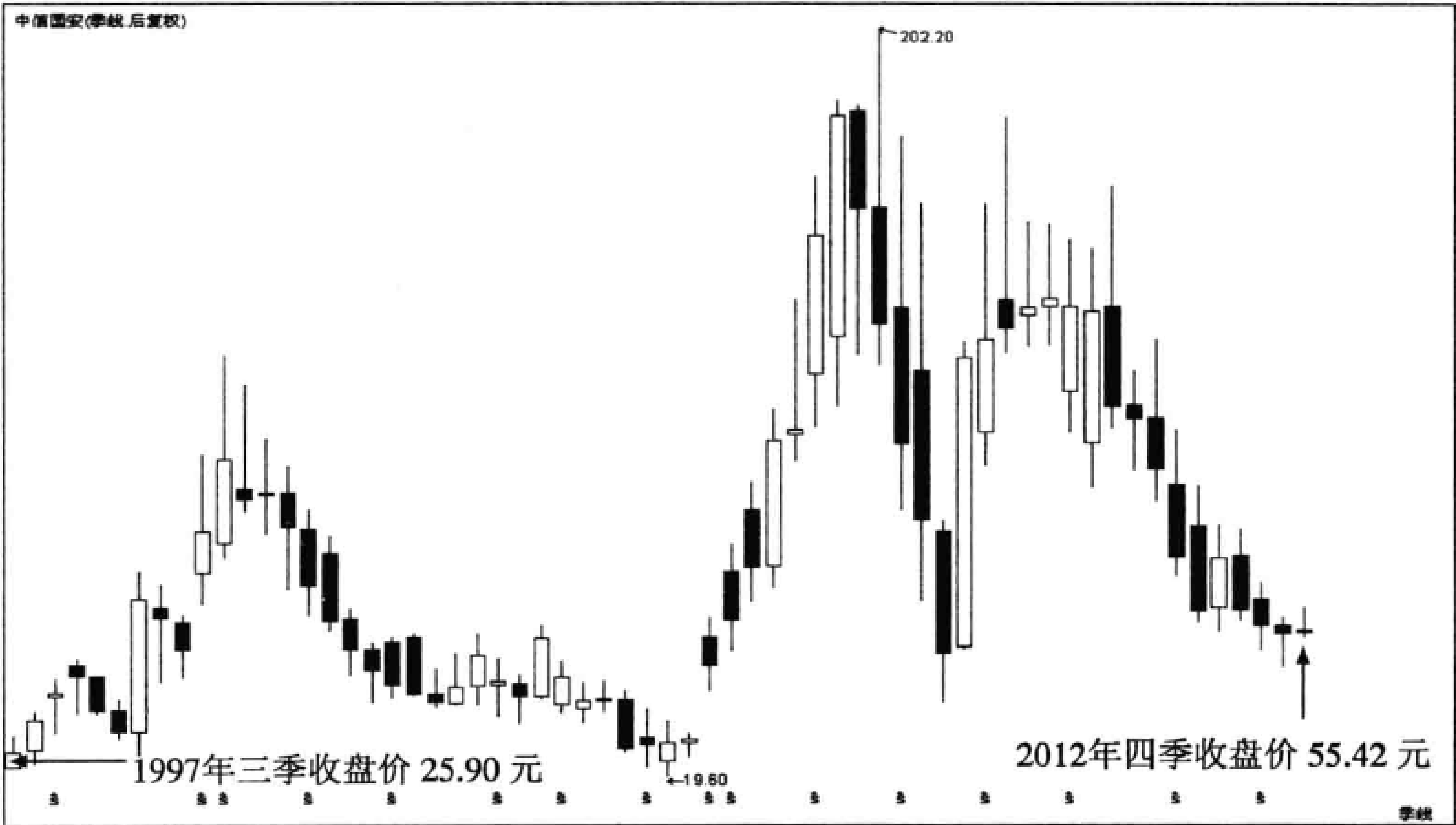


图 5—3　1997～2012 年中信国安季 K 线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节
多变易变行业不要沾
——对中国联通的分析及投资实践的反思

巴菲特式的股票价值投资可浓缩为“三好”标准：好股、好价、好管理。好股票就是好企业，好价格就是要有安全空间，好管理就是公司管理者诚信可靠为股东着想。在 2010 年 10 月分析和投资中国联通时，它一条都沾不上边，但本人为什么把它纳入了分析、投资的范围呢？下面对教训的原因分析，可以时时提醒自己：多变易变行业不要沾，管理平庸不可信。

在国家 2009 年发放无线通讯 3G 牌照仅三年时间，中国移动、中国电信、中国联通各自为 3G 投入了上千亿的设备建设、终端补贴等。但是，进程还未过半，代表 4G 的 TD－LTE（中国移动标准）就在广州、上海、杭州、南京、深圳、厦门等多个城市登场，得到工信部的大力支持。据报道，TD－SCDMA（中国移动 3G）向 TD－LTE（中国移动 4G）升级相当平滑简单。在产业发展方面，TD－LTE 吸取了 TD－SCDMA 发展时的前车之鉴。TD－LTE 发展得益于中国多个运营商的强大推动力，系统、芯片、终端、网规测试等环节均为齐头并进，不存在制约产业发展的“短板”。有专家预计中国移动将在 2012 年年末获得 TD－LTE 牌照，至此 TD－LTE 商用已展现出车轮滚滚，不可阻挡之势。这是 2011 年 6 月的一篇新闻报道的部分内容。

通讯行业虽然在我国是属于国家垄断行业，但是除了国有企业固有的效率低下的顽疾外，从上述报道可以看出，通讯行业还具有技术更新快、资本投入大、营销成本高和折旧率太高等行业劣势，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些劣势使三大通讯营运商成了吞金怪兽。首先是吞没了大量的投资资本；其次是吞没了大量稳定而宝贵的经营净现金流。通讯行业成为总资产与净资产回报率较低的行业之一。通讯行业这些特征性不足本应是价值投资者回避的对象，但本人还是在 2011 年的年底对其进行了一定权重的投资。现在把当时投资这只股票的理由理一理，有以下几条教训在以后的股票投资中具有借鉴意义。

1. 未能透过现象看本质。2011 年“十一”长假期间旅游，在火车站候车室观察到，几乎所有的候车一族都摆弄着手机，有上网的、聊天儿的、听歌的等。上了火车，看到的还是相似的场景。于是我想到了通讯营销商，便随意问了几个学生模样的人用的是哪家的电话卡，结果大多回答说是联通的。我想到了客户、流量、收费的增加。由此，我写了一篇不短的分析文章。

由于对有利的一面分析过于乐观，所以对技术型行业的本质劣势出现了不应有的忽略。作为一个股票投资者来说，这违背了看不懂的不做、易变多变的行业不做这条最为基本的投资原则，如果勉强为之其投资必然不会有满意的结果。

2. 过于看重联通拿到一张 3G 的好牌。2009 年初，在中国移动、中国电信和中国联通三个通讯营运商分别获得 TD－SCDMA、CDMA2000、WCDMA 标准的 3G 通讯网络的营运牌照。在这三个牌照中，中国联通拿到了当前最占优势的 WCDMA 通讯标准的牌照，它是世界占 70%市场份额的技术标准。它手机终端产品丰富，这就意味着在中国通讯市场具有先天的优势。中国电信的 CDMA2000 也是国际技术标准，但在营运商和手机终端方面远不如 WCDMA。中国移动的 TD－SCDMA 属国产技术标准，其技术的不成熟和终端手机缺乏，是三个牌照中最差的一个。

WCDMA 作为促进中国联通经营改善、抢占市场份额的利器，确实起到了关键性作用，3G 用户从 2009 年的 274.2 万户，猛增到 2012 年 9 月的 6686.3 万户，增长 23 倍多，但其主营收入从 1600 多亿元增加到 2500 多亿元（预计 2012 年），增幅只有 56.25%。2012 年 1～9 月的利润虽然同比增长 29%，但仍只有 2009 年 1～9 月的 60%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这几个数据主要是告诉大家：一是联通3G客户发展很快，但2G、固话客户流失也很快，基本抵销了3G发展的优势；二是销售收入年平均增长不到7%（客户自然增长可能更高一些），大致可以判断3G客户的单个贡献率不高，与2G客户相差无几，也可能暗示通讯行业一个可怕的恶梦，就是在相当一段时间里，通话费用、短信、彩信仍是通讯行业营运收入的主宰。移动和电信可能遇到了同样的问题，否则中国移动就不会急于推出TD－LTE了，这样既可以平滑TD－SCDMAT和TD－LTE两极层面的技术投资，又可以相对经济的在竞争对手之前占领4G技术高地，打破其在3G技术竞争中的被动局面。

3. 没有想到通讯技术升级换代这么快。想一想开始大哥大模拟信号在中国运用兴起于20世纪80年代末90年代初，10多年才过渡到数字信号（GSM）时代，我不知道这个过程中有无技术升级换代，我也不知道这个GSM是不是俗称的2代，但我知道中国在2009年迎来了3G时代，三年后的2012年4G技术又粉墨登场了。

三大营运商3G巨额投资还未过半，4G是不是在3G的基础上做简单升级改造？还是要做繁杂的升级改造？或许更是另起炉灶？另外，移动、电信和联通的4G是统一技术标准，还是与3G一样各有一套？如果各有一套技术标准，必将涉及4G终端设备、手机制式和系统软件等一系列问题是否能得到解决？网络通讯的发展会不会使通讯营运商沦为流量通道的边缘角色？这些快速的技术进步和涉及相关问题的理解已远远超出了我们这些普通投资者的知识范围，要想通过学习弄懂技术本身和技术进步等也不是一件容易的事。

我个人的教训是，还是规避技术型股票为宜，在技术型行业我们圈外人确实无优势可言。

4. 对历史表现平庸的管理团队报有幻想。中国联通自成立以来，无论是市场占有率，还是盈利水平，向来乏善可陈，在非业内人士中一般印象它就是行业老三。销售收入增长居然没有中国GDP增长快，虽然毛利率历年平均达30%以上，净资产收益率近三年却一直徘徊在2%左右的可怜低位。本人却忽略了联通这些并不出色的历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营轨迹，以为一张 WCDMA 好的 3G 牌照就可以改变其管理水平，进而提高经营成效。这一点看来大错特错了。一个平庸的管理团队要改变成一个好的团队是非常困难的。因为企业管理实际上是一种企业文化建设，无论是一种好的企业文化，还是一种差的企业文化，其形成或延续需要相当长的时间和过程，具有较强的传承性和稳定性，塑造、改造和改变也是需要较长的时间和过程的。对于投资者来说，任何时候都不要对历史表现平庸的管理者抱有任何幻想，更不能投资由平庸管理者把持公司的股票。

5. 错把联通当作困境反转型企业。首先要问联通是不是困境反转型企业？一是这个企业经营从来没有出色过。一个从未出色过的企业可能从来就在困境之中，它又能反转好到哪里去呢？二是困境反转型企业应该是曾经优秀，由于行业周期性衰退或企业本身遇到短期非根本性的困难而出现经营暂时的困难，之后随着行业的复苏或暂时困难的解决，使企业重新恢复从前的荣光。如彼得·林奇在汽车萧条周期大量投资于福特、凯迪拉克等公司，在汽车行业进入繁荣期时赚取了巨额利润。对困境反转型企业的股票投资策略是麦哲伦基金最主要的赚钱策略之一。联通公司并未遇到行业衰退，反而是行业大发展阶段。如果它在行业大发展阶段仍抓不住机会的话，真正到了行业衰退期就可能深陷困境难以自拔，也就更谈不上困境反转了；三是像联通这样平庸的企业，在行业繁荣或股市牛市中的表现也好不到哪里去，但在行业衰退或股市熊市中的表现却会比大多企业表现更糟糕（图 5—4）。联通公司上市以来的历史股票价格充分证明了这一点，就是在 2007 年下半年的大牛市中股票最高价格也未超过 14 元，在 2012 年 12 月 29 日的熊市中股价曾一度跌到 3.39 元的每股净资产以下，收盘为 3.15 元，创四年多来股价的新低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 5—4 2002 年 10 月至 2012 年 11 月中国联通月 K 线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节

影子证券股强周期风险会更大

——对中山公用的分析及投资实践的反思

本人总是有一个偏好，喜欢寻找具有双保险的股票。前面说的桂东电力是电力加证券，这里讲的中山公用是供水加证券。不过，对于中山公用的分析和投资是在熊市后半场（2011 年上半年），此股股价已被拦腰斩去一大半，当时通过估算已有一定的安全空间了。不过，之后它又随大盘爆发了新一轮的下跌，跌幅接近 30%（图5—5），比大盘跌得更深一些。教训：其一是对证券行业属强周期性行业的本质认识不足，低估了强周期行业远远超过大盘的调整幅度；其二是高估了公用企业股票的抗跌性，像高速公路、供水供气等股票调整幅度并不比大盘好多少，这一轮大熊市真正抗跌的几只股票主要集中在医药板块，如云南白药、天士力、片仔癀等；其三是股价腰斩以下，已进入安全空间，但不表示有较大安全空间，更不能认为是出击的良机，这个时候要提醒自己：没有最低只有更低，安全空间要苛刻。

中山公用（000685）属中山市公用事业类公司，总股本为 5.99 亿股。主营业务为自来水供应、污水处理和市场租赁业等。

政府授予供水公司在中山市范围内供水特许经营权，经营期限为 30 年，水价调整遵循补偿成本、合理收益、节约用水、公平负担的原则，并保证供水企业合理盈利平均水平维持在净资产收益率 8%～12%。2011 年，公司供水业务实现营业收入 52868 万元，实现毛利率 21.90%。2012 年 1～6 月供水营业收入 25380 万元，实现毛利率 21.96%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司拥有中山市污水处理公司100%股权，该公司主营工业、生活污水处理。2011年公司污水、废液处理业务实现营业收入10010万元，实现毛利率41.25%。2012年1～6月该业务收入5143万元，毛利率37.77%。

公司拥有位于中山市的15个综合市场，市场经营具有现金收入稳定及利润率高的特点。这些市场分布于中山市城区繁华路段及各主要乡镇，在中山市农副产品的销售中占有较大的比重。2011年公司市场租赁业务实现营业收入10460万元，实现毛利率58.56%。2012年1～6月该业务收入5186元，毛利率64.57%。

公司持有广发证券68675万股，占比11.6%，是广发证券的第三大股东。广发证券作为国内首批综合类券商之一，在全国各地拥有多家证券营业部，并控股了2家证券公司和1家基金管理公司。该公司声名鹊起于2007年10月和2010年元月因作为参股广发证券的券商股和广发证券上市而大涨到35元多，涨幅达到4倍多，成为股市的一匹大黑马。之后，该股随大盘、广发证券一路倾泄下滑到2012年11月的10元以下。因为，中山公用每股含广发证券股高达1.3股多（因后未参与定向增发股权被稀释，目前已只有0.9股的含量了），而其股价只有广发证券一半多一点儿（未除权）。中山公用本身收入稳定的资产、经营和0.3股广发证券的价值算是白送你了。可以说中山公用即是一只影子证券股，又是一只具有充分安全空间的股票。本人基于上述分析判断，在13元左右买入了一些公司股票。当时的广发证券26元多，从58元下跌了近60%。当时一般人一眼就可以看出中山公用从价格与价值相比应该是比较安全的。但是，从投资中山公用部分资产缩水30%以上来看，当时的投资分析和操作实践还是存在较大的不足，甚至可以说有失误。

1. 对于证券股的强周期性认识不足。中山公用尽管属于影子股票，但无论是从每股证券的占比看，还是从获得利润中的证券投资收益占比看，可以说中山公用就是一只证券股。强周期性的证券股特性必然充分地会在中山公用等证券影子股中体现出来。中国的证券公司是以股票交易经纪业务收入和自营业务为主要业务收入，与股市的行情好坏有直接的关联性。股市处于牛市时期，证券公司会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚得盆满钵满。股市处于熊市时期，证券公司盈利水平深度下滑，甚至会出现巨大亏损。反映在股票价格上就是下跌幅度远大于弱周期性行业企业的股价。牛市时可以说没有最高，只有更高，熊市时没有最低，只有更低。特别是在深度熊市中，下跌一个 50%后，可能再跌一个 50%，甚至会跌出第三个 50%。因此，在买入证券股（包括影子证券股票）时无论多低，都要有再一次下跌 50%的心理准备和风险承担准备。千万不要盲目自信买在低点，更不要幻想在短时间内有好的涨势。

2. 对于安全度的判断带有很大成分的主观臆想。股市大盘、个股的投资安全度是什么？按照巴菲特的说法是：在别人贪婪的时候恐惧，在别人恐惧的时候贪婪。这句话对于大盘来说，安全或不安全是一个定性的经验判断值，它不是一个具体的上涨或下跌幅度。对于个股来说，安全度就是在大概估值的一半以下，就是巴菲特常常强调的，要用 0.5 美元以下的价格购买 1 美元以上的东西，才具有较大的安全空间。这也可以叫安全度，本人错误地将股票价格下跌幅度超过 50%以上当成了一定的安全度。混淆了股票价值与股票价格的概念。所以，把这个股票价格 50%以上的下跌当成进入安全区的重要参考标准是没有客观依据的，也是对安全空间的错误运用。

3. 高估了公用事业企业股价的稳定性。俗语说得好：覆巢毁卵。在一个大的熊市当中 99%以上的股票会跟随大盘做系统性大幅长期下跌运动，区别只在于跌幅相对深浅、时间相对长短的问题。公用事业型的股票在股票投资界一般认为是比较抗跌类的股票，但从实际情况看并非如此，公用事业型股票抗跌之说只是一种理论假说。比如：截至 2012 年 11 月，中国 A 股中的公用事业板块指数自 2009 年 8 月三年多来，从 6555 点，下跌到了 3149 点，下跌幅度在 50%以上（图 5—6）。个股方面更有甚者，如赣粤高速从 2010 年 1 月的 9.56 元，下跌至 2012 年 9 月的 3.09 元，下跌幅度达 67.8%以上（图 5—7）。中山公用从 35.8 元，下跌至 8.94 元，下跌幅度也达 75%以上（图 5—5）。而上证指数从 2009 年 7 月的 3478 点，下跌至 2012 年 12 月最低的 1949 点，下跌幅度还不到 44%。公用事业企业股价的稳定性比整个股票市场的平均水平还要差一些。因此说，公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用事业企业股价抗跌一说是没有多大道理的，起码在 2009 年 7 月至 2012 年 12 月长达三年的漫漫熊途中没有得到验证。



图 5—5　2002 年 8 月至 2012 年 12 月中山公用（000685）月 K 线图



图 5—6　2005 年 1 月至 2012 年 12 月公用指数月 K 线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 5—7　2004 年 12 月至 2012 年 12 月赣粤高速月 K 线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后 记

问道无长幼，悟道有先后。学习股票投资对本人来说不算迟，新中国股市建立之初就投身股海，但感悟价值投资之道还是迟了一些，领会价值投资的精髓还是浅薄了一些，实践价值投资时间还是短了一些。因此，本人在价值投资“知”与“行”之间的距离仍然十分遥远。尽管如此，“我思故我在”（法国哲学家笛卡尔语），把自己价值投资的思考心得记录整理成册，权当成败得失之借鉴吧。

“知”与“行”之间是世界上最遥远的距离。在股票价值投资的“知”的方面，我要感谢格雷厄姆、多德、巴菲特、费雪、彼得·林奇等投资大师们对股票投资智慧毫无保留的宽广胸怀和无私贡献，使我能尽情沐浴于他们价值投资的睿智之光；在“行”的方面，我要感谢林园、但斌、李剑、一只花蛤、wjmonk 等中国大陆价值投资的先行者、推广者和成功者。我在与他们未曾谋面的学习交流中受益良多，收获颇大，使我在“知”与“行”之间的遥远距离得到快速缩短。他们在中国 A 股价值投资实践中的经历、经验和精神，启示、感召着包括本人在内的中国更多的投资者加入价值投资的行列。同时，他们的示范效应推动着中国股票价值投资整体综合水平的提高。

感谢新浪博客网给了我与众多价值投资者学习交流的平台，促进我在 A 股市场价值投资的实践中不断跨上新台阶。感谢工行才女张帆对本书框架结构提出的建设性建议。感谢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老股民、老朋友吴立之先生对于本书提出的许多修改意见。感谢我的母亲等家人和亲朋的无限信赖，将平生所积财富的相当部分交由本人自主股票投资，激励我在股票投资事业中战胜自我、追求卓越。我更要感谢我的爱人，是她给了我践行价值投资强大的精神支撑。迷茫时，是她使我看到灯塔明确方向；孤独时，是她使我一路有伴微笑前行；挫折时，是她使我充满勇气斗志更坚；成功时，是她使我保持谦逊毫不怠懈……

感谢所有对自己关心爱护、鼓励激励和支持帮助的人。

最后需要强调的是，本书仅是我个人对价值投资思想、理念和策略的粗糙认识、浅显理解和初步体会，价值投资大师们的投资智慧博大精深，我只是偶得九牛一毛而已，在书中肯定有许多地方存在偏差或错误，衷心希望读者朋友批评指正，并期待与价值投资的同人们进行交流，分享价值投资的心得，共享价值投资的硕果。

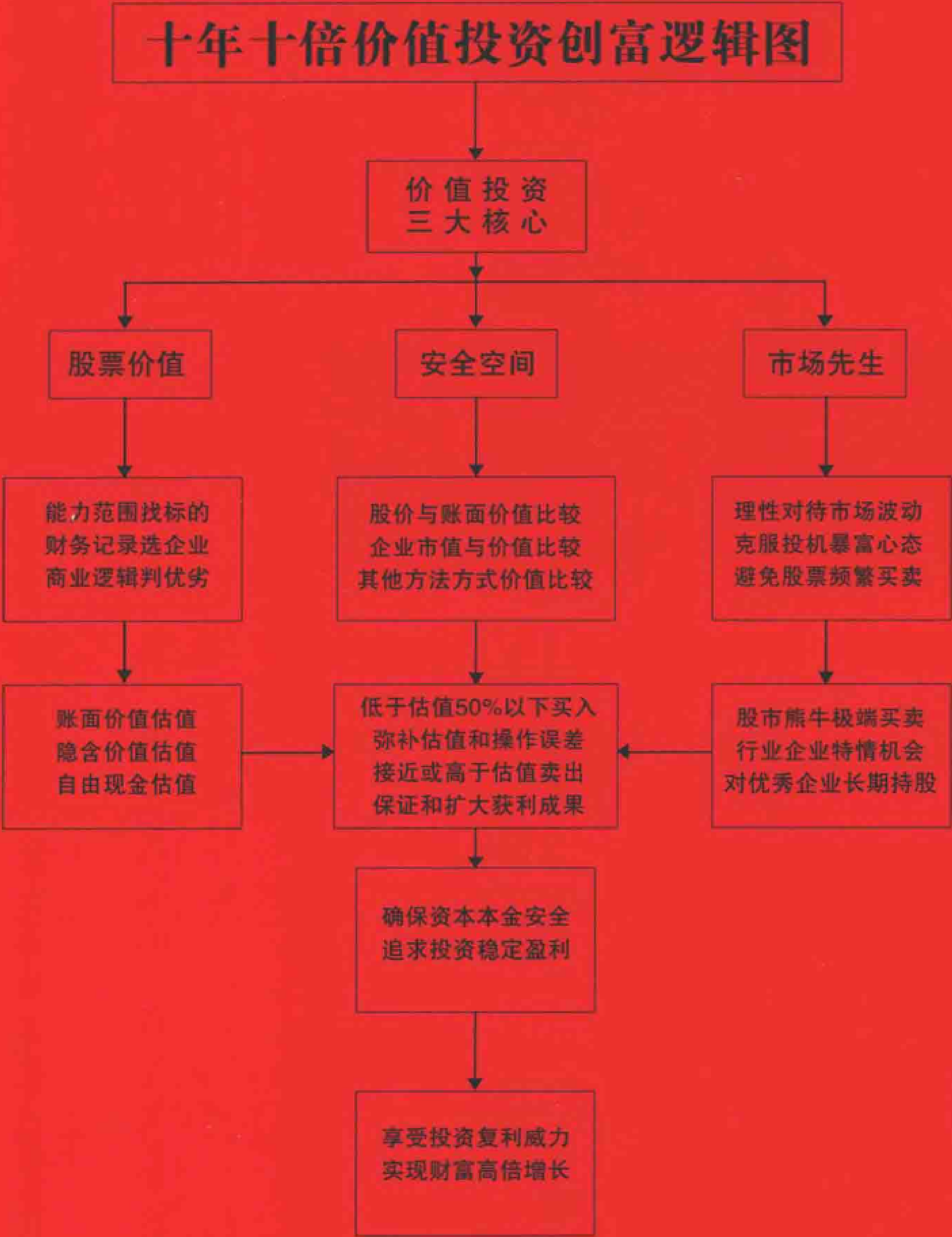
联系信箱：icbczhou@126.com

周凌华

二〇一四年元月

手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请
比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://w

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上架建议：股票·期货·投资



定价：36.00元